

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES

**REVNI: ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA PEQUEÑAS
Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) EN ECUADOR.**

**DISERTACIÓN DE GRADO PREVIA LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO
DE INGENIERÍA COMERCIAL.**

PAOLA ALEJANDRA NÚÑEZ RIVADENEIRA.

DIRECTOR: IDRIÁN ESTRELLA

QUITO, NOVIEMBRE 2013

DIRECTOR DE DISERTACIÓN

Mgtr. Idrián Estrella.

LECTORES

Ing. Fabiola Jarrín J. Mgtr.

Ec. Yaskarina Galárraga.

DEDICATORIA

A todos los jóvenes profesionales que día a día complementamos nuestras actividades académicas con el trabajo; quiénes entendemos que el éxito del futuro solamente está en nuestras manos, siendo un camino que se construye con constancia y es una consecuencia del sacrificio diario.

AGRADECIMIENTOS

Le agradezco a mi mamá
por todo el apoyo y la paciencia
que tuvo a lo largo de esta etapa, por
permitirme crecer y seguir siendo la
mejor amiga que siempre necesito.

A mi papá,
por enseñarme que no hay imposibles,
que con esfuerzo, paciencia y dedicación
todo se alcanza y que siempre hay que continuar.

A Raúl,
por sus consejos, comprensión, ayuda en todo
momento y por sentir este logro como suyo.

A mi Santy,
por ser mi compañero de batallas, mi mejor amigo y
la mejor compañía durante estos largos días de
trabajo; por la paciencia y la fe que me tienes,
nada podría ser igual sin ti.

A mis Guelis,
por siempre encontrar las mejores
palabras para animarme, por no dejar que me
rinda, por ser ese ejemplo de esfuerzo
diario y por ser una guía en todo momento.
Y finalmente, agradezco a todos los que me ayudaron
a alcanzar este resultado y siempre confiaron en mí.

INDICE

INTRODUCCION, 1

1. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES), 3

- 1.1 ANTECEDENTES, 3
- 1.2 DEFINICIÓN DE ACUERDO A DIFERENTES ORGANISMOS DEL MUNDO Y ECUADOR, 6
- 1.3 CLASIFICACIÓN DE LAS PYMES EN ECUADOR, 10
 - 1.3.1 De acuerdo al sector al que pertenece, 10
- 1.4 COMPORTAMIENTO DEL SECTOR E IMPORTANCIA DEL MISMO EN EL MERCADO NACIONAL, 13
 - 1.4.1 Nuevo escenario jurídico para las pequeñas y medianas empresas, 21
- 1.5 PRINCIPALES PROBLEMAS Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO QUE ATRAVIESAN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DEL PAIS, 24

2. MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO, 31

- 2.1 DESCRIPCIÓN GENERAL DEL MERCADO FINANCIERO, 31
 - Mercado Monetario
 - Mercado de Capitales
 - Mercado de Instituciones Financieras
 - Mercado Bursátil
- 2.2 DESCRIPCION DEL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO, 35
 - Sector Privado
 - Sector Público
- 2.3 MERCADO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS, 40
 - 2.3.1 Créditos concedidos a Pymes, 40
 - 2.3.2 Programas de financiamiento para Pymes, 48
- 2.4 EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO, 57
 - 2.4.1 Clasificación del mercado de valores, 60
 - 2.4.2 Instituciones de control y participantes, 62
 - 2.4.3 Normativa del mercado de valores, 69
 - Nivel de Regulación
 - Nivel de Autorregulación
 - Normas Suplementarias
 - 2.4.4 Situación del Mercado de Valores Ecuatoriano, 70
- 2.5 FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES PARA PYMES EN OTROS PAÍSES, 73

3. REGISTRO DE VALORES NO INSCRITOS (REVNI), 80

- 3.1 DEFICINIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL REVNI, 80

3.2 REQUISITOS PARA LA EMISIÓN DEL REVNI, 85	
• Portada	
• Información General	
3.3 ENTREGA DE INFORMACIÓN DEL EMISOR, 98	
3.4 ALCANCE DE LA ANOTACIÓN, NOTIFICACIÓN AL MERCADO Y RENOVACIÓN DE LA EMISIÓN, 99	
3.5 COSTOS DE EMISIÓN, 100	
3.6 ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO REVNI Y EJEMPLOS DE EMISIONES EN EL PAÍS, 103	
3.7 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA EMISIÓN DE REVNIS, 115	
3.8 CASO PRÁCTICO, 119	
3.8.1 Alternativas de financiamiento, 120	
3.8.2 Análisis de información financiera, 130	
3.8.3 Información del sector automotriz Ecuatoriano, 137	
3.8.4 Variables para la proyección de balances de la empresa, 140	
3.8.5 Proyección de balances de la empresa para el período del REVNI, 142	

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES, 159

4.1 CONCLUSIONES, 159	
4.2 RECOMENDACIONES, 161	

BIBLIOGRAFÍA, 162

GLOSARIO, 164

ANEXOS, 169

RESUMEN EJECUTIVO

Las pequeñas y medianas empresas tienen una gran importancia en el desarrollo del país ya que concentran un alto porcentaje de las plazas de trabajo; se dice que por cada 4 puestos de empleo que existen en el país, 3 son generados por este sector. Sin embargo, a pesar del trascendental rol que tienen, atraviesan problemas para acceder a fuentes de financiamiento que les permitan conseguir recursos para el capital de trabajo y la adquisición de activos fijos, selección de personal, tecnología que facilite sus procesos y además de aprovechar economías de escala les permita alcanzar estándares de calidad con fines de exportación.

Debido a esta realidad, las Pymes deben continuar gestionando recursos que faciliten su operación diaria, encontrando alternativas en la banca tradicional con tasas, plazos y garantías que no se ajustan a las condiciones de las empresas. Es por ello que el presente trabajo busca introducir al Revni (Registro de Valores no Inscritos) como una alternativa de financiamiento para pequeñas y medianas empresas del Ecuador, considerando que es un mecanismo de aclimatación para aquellas empresas que buscan incursionar en el mercado de valores, permitiéndoles obtener recursos a plazos y tasas que estipulan las empresas emisoras de acuerdo a sus posibilidades. Además el financiamiento a través del mercado de valores es una alternativa que en muchos países ha venido teniendo gran éxito como es el caso de Perú, Colombia, Chile, entre otros.

El Revni, es un elemento de entrenamiento para las empresas que necesitan considerar un esquema de financiamiento, en el cuál no es necesaria la calificación de riesgo, sí la entrega de información contable y legal que respalde la confiabilidad de las emisiones de los valores que se negociarán, buscando generar confianza en los inversionistas y presentándose como una opción rentable y confiable tanto para las empresas como para los inversionistas.

Mediante un caso práctico en el cual la Pyme opta por el Revni, se pudo determinar el crecimiento de la empresa y la generación de flujos que le permitieron asegurar la producción de bienes así como su crecimiento sostenido, encontrando opciones que mediante la banca no hubiera podido acceder.

INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (PYMES) en el mercado nacional se han caracterizado por la falta de recursos, limitante que repercute directamente en su capacidad de competencia, análisis de nuevas estrategias de posicionamiento y conquista de nuevos mercados, la diversificación de nuevos productos y la adquisición de tecnología que les permita beneficiarse de producción en escala y bajos costos. Los ingresos que generan en muchos casos a penas sirven para cubrir los costos y gastos que generan impidiendo su crecimiento en el mercado.

Por ello se ven obligados a recurrir a medios de financiamiento como créditos bancarios que tienen altos costos o a su vez no tienen acceso por no contar con las garantías suficientes para ello.

Sin embargo, el sector de las pequeñas y medianas empresas es un sector sumamente importante para la economía nacional, pues son fuentes de empleos y por ende sustento para varias familias ecuatorianas.

Uno de los problemas radica en la poca información que existe sobre diferentes alternativas de financiamiento y a las cuales sí podrían aplicar como es el registro de valores no inscritos (REVNIS), el cual brinda varios beneficios además de inyectar liquidez a las empresas para el alcance de sus objetivos, así como un prestigio y confianza en sus inversores.

Es un mecanismo que permite la emisión de títulos tanto de renta fija como de renta variable y que permitiría que las pequeñas y medianas empresas puedan introducirse en el mercado de valores, beneficiándose de lo que esto implica en costos, plazos y tasas. Pues de las opciones que brinda el mercado de valores, ésta tiene como característica principal el menos costo en su emisión y colocación.

La empresa emisora debe presentar como garantía general activos de la empresa y el límite de la emisión de REVNI es de hasta el 80% de los activos libres de gravamen. Es necesario programar amortizaciones de capital y pago de intereses, ajustando a la disponibilidad de recursos de la empresa y a las necesidades de los inversores.

Es una alternativa muy atractiva para los inversores pues las tasas de rendimiento que ofrecen son mayores a las ofertadas por las tradicionales instituciones financieras, captadoras de recursos de depositantes. Y sin duda, es igual de atractivo para el emisor en cuanto a la tasa que debería pagar si accediera a un crédito bancario pues es menor su valor.

El REVNI entonces se constituye en una alternativa altamente favorable para las pequeñas y medianas empresas ya que además permite cumplir con las condiciones del mercado al poder ofrecerles condiciones en la negociación atractivos para captar sus fondos al igual que contar con liquidez. No requiere de calificación de riesgo y su aprobación dependerá del análisis técnico de las áreas involucradas y recomendaciones favorables.

1. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES)

1.1 ANTECEDENTES.

Es imposible desconocer la importancia de las pequeñas y medianas empresas en el desarrollo económico y social de un país ya que son protagonistas del desarrollo productivo. En Ecuador, según datos obtenidos mediante investigación publicada en 2011 por la “Revista Ekos”, existen un total de 14.673 empresas registradas en la Superintendencia de Compañías; siendo 10.475 empresas pequeñas y 4.198 empresas medianas. Habiendo crecido este sector del 2010 al 2011 en cerca de 2.467 empresas, pues el número registrado para el primer año fue de 12.206 empresas pertenecientes a este sector.

Las Pymes se pueden originar de dos maneras, por un lado se trata de una organización estructurada y creada para el inicio de un proyecto que operan generalmente en el sector formal de la economía de un país. Por otro lado, se encuentran aquellas empresas de origen familiar que han decidido iniciarse como empresa, es decir, dar el paso para formalizar la actividad.

Se conoce que el término se comenzó a utilizar en la segunda mitad del siglo XX¹, tiempo en el que se empieza a segmentar a las empresas por conceptos como el número de empleados, ventas anuales y el total de activos. Las Pymes, especialmente las que orientaron su actividad al campo industrial, adquirieron mayor relevancia en el mundo desde alrededor de las décadas de los 50 y 60 del

¹ MORILLO M., (2010). “**Las PYMES ecuatorianas en cifras.**”. *Revista Ekos*. p. 14.

siglo XX, con el desarrollo de la revolución manufacturera. Algo similar sucedió con las empresas vinculadas al modelo de sustitución de importaciones, que tuvo especial énfasis en Latinoamérica y que significaba sustituir las importaciones del país por producción nacional, en el cual se tomaron medidas para desalentar las importaciones como aranceles o cuotas y fomentar la producción nacional con subsidios y otros incentivos.

Es así como la industrialización, con el apoyo del sector público, fue concebida como la manera más idónea para generar rápidamente avances tecnológicos y el desarrollo en los países de la región. Pues fue la única manera de que estas empresas que tenían limitaciones en equipamiento, organización, información entre otras puedan acceder y superar en gran parte estos problemas. Sin embargo, se conoce que un gran porcentaje de estas empresas suele fracasar en los dos primeros años debido a la falta de organización e informalidad con la que operan. Convirtiéndose en uno de los principales retos de los organismos de control y de las mismas empresas el mantener un crecimiento sostenido y prolongado en el tiempo.

El desarrollo y constante progreso de las Pymes a nivel mundial se ha producido tanto en los países industrializados como en países en vías de desarrollo, como es el caso del Ecuador, como una respuesta a personas, familias y empresas que desean juntar sus esfuerzos y destrezas para atender las necesidades sociales y económicas de los mercados, así como la atención a las crecientes demandas de bienes y/o servicios. Todo esto debido a que se las considera capaces de responder

en forma adecuada a cambios en el mercado, adaptarse a cambios tecnológicos y ser fuentes generadoras de empleo debido a que desarrollan un menor volumen de actividad. Sin embargo, quizás el mayor problema que las Pymes han debido superar es la globalización motivo por el cual muchas a nivel mundial se han visto obligadas a cerrar debido a que la llegada de empresas transnacionales significa economías de escala lo que conlleva a mejores condiciones en cuanto a precio y crédito a sus proveedores.

De acuerdo con información de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), las pequeñas y medianas empresas (PYMES) representan entre el 70 y el 90% de la fuerza laboral de un país. Por lo que en nuestro país se habla que por cada empresa grande hay cerca de nueve Pymes, siendo una gran herramienta que ayuda a mejorar la distribución del ingreso. También se dice que en el caso ecuatoriano, las pequeñas y medianas empresas representan el 90% del total de empresas inscritas y cerca del 65% de las plazas de trabajo provienen de una pequeña y mediana empresa (PYMES). Su producción esta mayormente vinculada con el mercado interno por lo que una parte significativa de la población y de la economía dependen de su actividad.

La pequeña empresa desempeña diferentes papeles de acuerdo al grado de desarrollo de las economías, con tendencia a ser más importante en economías situadas en un estado de mediano crecimiento. La principal razón de su importancia se encuentra en la capacidad de producción mediante mano de obra combinada con modestas instalaciones de capital fijo.²

² BENEDETTI C., (1976) “*La acumulación en los países capitalistas sub-desarrollados.*”, España, Ediciones F.C.E, pág. 23

1.2 DEFINICIÓN DE ACUERDO A DIFERENTES ORGANISMOS DEL MUNDO Y ECUADOR.

La tarea de definir a la pequeña y mediana empresa no es tarea fácil pues se debe tomar en cuenta algunas variables como ventas generadas en el año, número de empleados que tiene la empresa, activos fijos y a pesar de considerarse estos criterios su concepto varía de país en país.

Por ejemplo, si se considera las ventas generadas en el año, para los países desarrollados se considera una Pyme a la empresa que factura 45 millones de dólares en el año. Si se toma la variable de número de empleados como criterio para definir una Pyme se encuentra que para la Unión Europea es una empresa con mil trabajadores. Por lo que se vuelve indispensable que a la hora de tomar un concepto que defina a este grupo de empresas se contemple la realidad económica de cada país, permitiendo definir parámetros adecuados que se ajusten al entorno.

La “Revista Ekos” edición 2011, indica que tras haber investigado varias fuentes de información y haber contado con la participación de organismos públicos y gremios de producción se escogió como indicador ideal a la venta generada en un año pues considera que este es un indicador numérico de fácil entendimiento y que todas las empresas lo reportan en sus estados financieros. Es así que:

GRÁFICO 1

CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS DE ACUERDO A LA REVISTA EKOS.

MONTO DE FACTURACION ANUAL	TIPO DE LA COMPANIA
De USD 0 a USD 99.000	Microempresa
De USD 100.000 a USD 999.999	Pequena empresa
De USD 1'000.000 a USD 4'999.999	Mediana empresa
De USD 5'000.000 en adelante	Gran empresa

Fuente y elaboración: Revista Ekos, 2011.

Por lo que determina que una Pyme es una empresa que genera entre USD 100.000 y hasta USD 4'999.999 como ingresos anuales.

En la misma edición de la “Revista Ekos”, se indica que la Superintendencia de Compañías, ente de control y vigilancia de las empresas en campos como el jurídico, económico, financiero y contable utiliza parámetros de la normativa de la Comunidad Andina como el valor de las ventas y de los activos totales así como el número de empleados, pues considera que son criterios que tienen relevancia y se ajustan a la realidad nacional. Definiendo así a las pequeñas y medianas empresas del Ecuador como empresas que generan entre USD 100.001 hasta USD 5'000.000 y que sus activos totales se encuentren entre rangos de USD 100.000 hasta USD 4'000.000 o que tienen de 10 a 200 empleados, siendo necesarios dos de los tres criterios propuestos.

GRÁFICO 2

CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS DE ACUERDO A LA

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS.

<i>Variables</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Medianas</i>	<i>Grandes</i>
Número de empleados	10-49	50-199	+ 200
Valor de ventas anuales	100.001-1.000.000	1.000.001-5.000.000	+ 5.000.000
Valor de activos totales	100.001-750.000	750.001-4.000.000	+ 4.000001

Fuente y elaboración: Revista Ekos, 2011.

Por otro lado, el Servicio de Rentas Internas (SRI) indica en su página web que para definir a una pequeña y mediana empresa considera a los mismos criterios como son el volumen de ventas, la cantidad de trabajadores o el nivel de activos e incluye nuevos parámetros como son capital social o el nivel de producción.

La Cámara de la Pequeña y Mediana Empresa de Pichincha (CAPEIPI) define al sector, como empresas que deben tener menos de 200 empleados y registrar ventas anuales totales inferiores a los USD 4'000.000, de acuerdo a análisis realizado en 2006.

La Cámara de la Pequeña Industria del Guayas (CAPIG) indica en su página web que la definición de una pequeña y mediana empresa está basada en el número de empleados, ventas anuales o volumen de activos. Determinando así que la pequeña empresa es una unidad de producción que tiene de 10 hasta un máximo de 49 empleados, un valor en ventas anuales entre USD 100.000 hasta USD 1'000.000 o un volumen de activos entre USD 100.001 hasta USD 750.000. Por

otro lado la mediana empresa se define como una empresa con un número de empleados entre 50 y 199 empleados, un valor en ventas anuales entre USD 1'000.000 hasta USD 5'000.000 o un volumen de activos que va desde USD 750.001 a USD 4'000.000.

De acuerdo al Plan Nacional de Desarrollo del Gobierno Nacional para los años 2007 – 2010 indica lo siguiente:

GRÁFICO 3

CLASIFICACIÓN DE EMPRESAS DE ACUERDO AL PLAN DE

NACIONAL DE DESARROLLO.

	Pequeñas	Medianas	Grandes
Número de Empleados	Hasta 49	50-199	Mayor a 200
Valor Bruto de Ventas Anuales	Hasta 1'000.000	1'000.000 a 5'000.000	Mayor a 5'000.000
Valor Activos Totales	De 100.001 a 750.000	750.001 hasta 4'000.000	Mayor que 4'000.000

Fuente: Proyecto de Ley PYMES y Proyecto de Estatuto Andino para las MYPIMES

Elaboración: Plan Nacional De Desarrollo del Gobierno Nacional.

El Código de Producción, Comercio e Inversiones define a una pequeña y mediana empresa como toda persona natural o jurídica que como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicio misma que debe cumplir con el número de trabajadores y valor bruto de ventas anuales señaladas para cada categoría en el código. Es decir, pequeñas empresas tienen trabajadores de 10 a 49 y un valor en ventas entre USD 100.001 y USD 1'000.000 mientras que la mediana empresa, tiene de 50 a 199 empleados y valor en ventas entre USD 1'000.001 hasta USD 5'000.000.

En casi todos los conceptos presentados se repiten los mismos criterios para definir a las pequeñas y medianas empresas. Sin embargo hay que resaltar que en algunos escenarios, empresas con menos de 200 empleados facturan más de USD 5'000.000 en el año así mismo, empresas con más de 200 empleados facturan menos de USD 5'000.000 por el mismo concepto. Por esto se deduce que la relación de las variables no es directamente proporcional, todo dependerá de la naturaleza de la empresa así como el giro del negocio.

A pesar de no tener un concepto estándar que defina claramente y específicamente a las pequeñas y medianas empresas el concepto más usado es el de la Superintendencia de Compañías por ser el ente regulador.

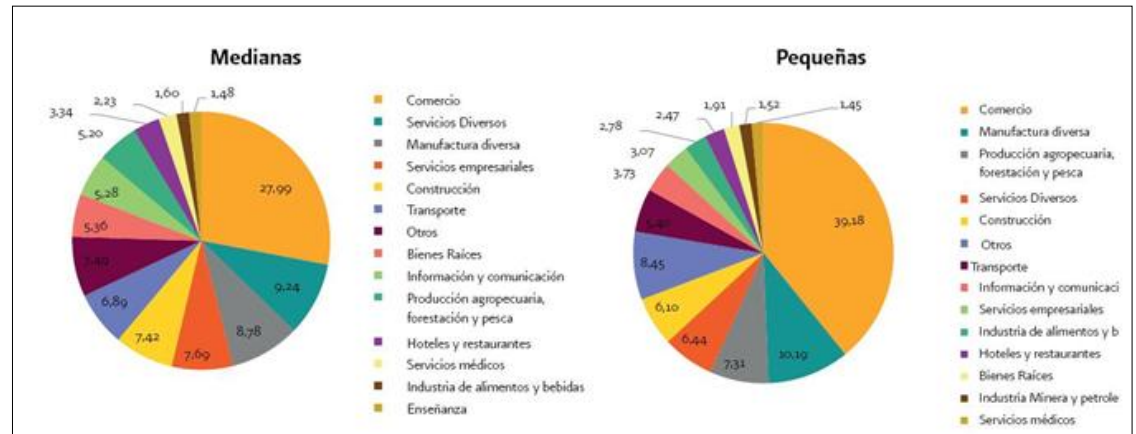
1.3 CLASIFICACIÓN DE LAS PYMES EN ECUADOR.

1.3.1 De acuerdo al sector al que pertenece.

Las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas se desarrollan en actividades económicas como el comercio, industrias manufactureras, actividades inmobiliarias, de alimentos, de servicios como la intermediación financiera, hoteles y restaurantes, entre otras. Es así que la Superintendencia de Compañías las clasifica de la siguiente manera:

GRÁFICO 4

COMPOSICIÓN DE LAS PYMES POR ACTIVIDAD ECONÓMICA.



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Revista Ekos, 2011

Por lo que se puede observar que la mayor parte de empresas ya sean pequeñas o medianas se dedican en su mayoría a la actividad de comercio siendo en porcentajes 39,18 y 27,99 respectivamente. Como segunda actividad económica importante se tienen a la manufactura diversa con porcentajes de 8,78 para medianas empresas y de 10,19 para pequeñas, cumpliendo una importante labor en el mercado de la producción y el aporte de valor agregado a lo realizado. En un tercer lugar esta los servicios diversos con porcentajes de 9,24 en las medianas empresas y de 7,44 para las pequeñas empresas.

También se puede observar que hay diversas actividades económicas con importancia entre las pequeñas y medianas empresas, actividades que merecen todo el apoyo para tener un desarrollo sostenido

que les permita mantenerse en el tiempo y generar ingresos que les permitan mejorar sus procesos e infraestructura.

Para facilitar la agrupación de las pequeñas y medianas empresas se las clasifica en siete grandes grupos que son: comercio, industria, servicios, construcción, agro y agroindustria, alimentos, hoteles y restaurantes.

Estos grandes grupos a su vez se clasifican o subdividen, como el sector del comercio contiene a empresas de comercio al por mayor y al por menor, supermercados, entre otras. Siendo las empresas de comercio al por mayor las más numerosas en este grupo.

El sector de la industria se subdivide en industria petrolera, manufactura, industria automotriz, industria textil e industria minera siendo la más numerosa la de manufactura pues se encuentra empresas de elaboración de muebles de madera o de productos de plástico.

El sector de servicios se subdivide en empresas de bienes y raíces, educación, telecomunicaciones, transporte, servicios empresariales, entre otros. Siendo las más numerosas aquellas empresas que se dedican a los servicios empresariales como las que proveen catering o guardianía para las empresas.

El sector del agro y agroindustria se subdivide en empresas de agricultura, avicultura, pesca, banano, ganadería y el sector floricultor. Siendo las más numerosas aquellas empresas que se dedican a la agricultura ya que el Ecuador al ser un país privilegiado en su situación geográfica, con diversos climas tiene producción y comercialización de diversos productos agrícolas que permiten generar empleos a personas de zonas rurales y generar sustento para sus familias.

El sector de alimentos se subdivide en empresas de productos de molinería, industrias de alimentos e industrias de bebidas. Siendo las más numerosas aquellas empresas que se dedican a la industria de alimentos.

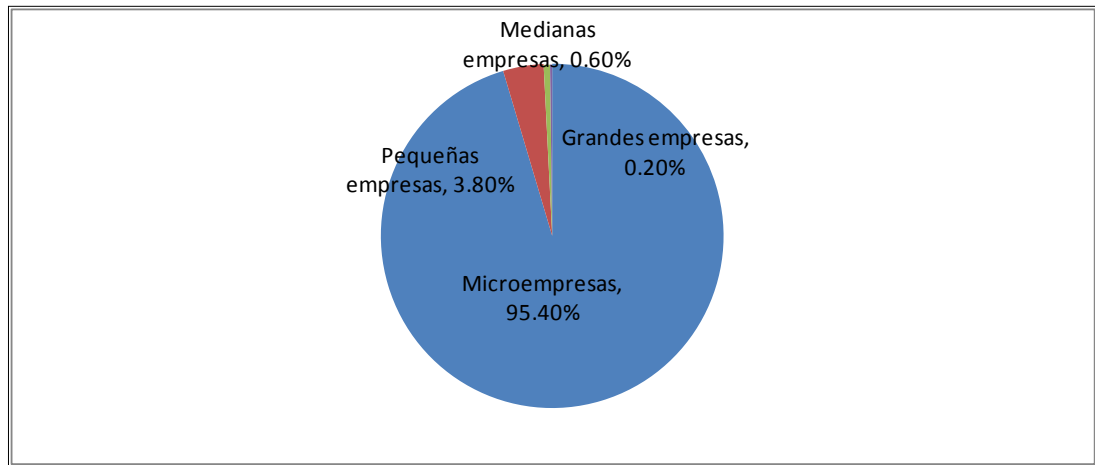
Finalmente el sector de hoteles y restaurantes se subdivide en lo que es hotelería y venta de comida. Siendo las más numerosas aquellas empresas que se dedican a la venta de comida.

1.4 COMPORTAMIENTO DEL SECTOR E IMPORTANCIA DEL MISMO EN EL MERCADO NACIONAL.

Las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador cada vez son más y su impacto en la economía nacional cada año es aún mayor. Cada vez más empresas dejarán de ser pequeñas o medianas para convertirse en grandes.

GRÁFICO 5

EMPRESAS NACIONALES POR TAMAÑO



Fuente: Censo Nacional Económico CENEC- 2010 – INEC.

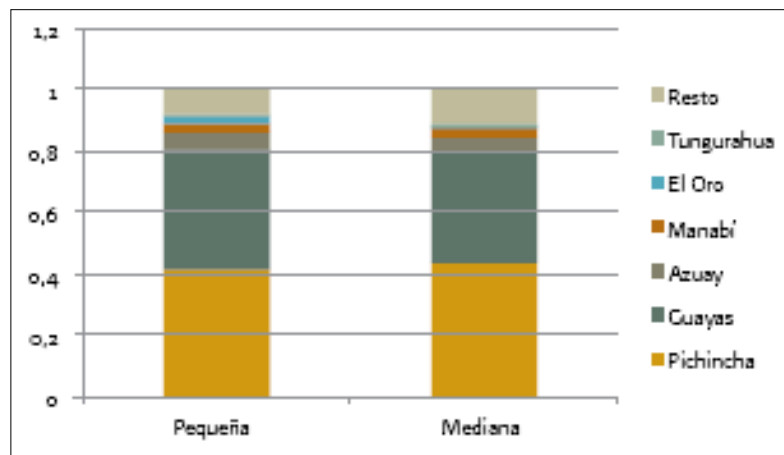
Elaboración: Observatorio de la Pyme de la Universidad Andina Simón Bolívar

Estudios basados en diferentes fuentes indican que en las provincias de Guayas y Pichincha se concentran cerca del 80% de las empresas de este sector, que son también las provincias donde mayor población se registra en el país. Sin duda, algunas de las causas para este comportamiento puede ser la posibilidad de encontrar en ciudades grandes mercados con diversas necesidades que las Pymes encuentran como oportunidades de trabajo para el desarrollo de sus actividades.

La importancia de las pequeñas y medianas empresas se ha convertido en estratégica para el Estado desde el punto de vista de la creación de puestos de trabajo, pues el desempleo y el subempleo constituyen problemas importantes que afecta a la sociedad ecuatoriana. La desaparición de instituciones de planificación y promoción, y el consecuente recorte de presupuesto y fondos financieros

representó una pérdida significativa para el fortalecimiento de un sector que se perfilaba como una alternativa en un escenario de crisis económica. Sin embargo, a partir del 2007 se da un cambio importante en el escenario de las Pymes pues la filosofía política se orienta hacia la recuperación del liderazgo del Estado buscando una reactivación de la producción y el sector social.

GRÁFICO 6
COMPOSICIÓN DE LAS PYMES POR UBICACIÓN
GEOGRÁFICA.



Fuente y elaboración: Revista Ekos , 2011

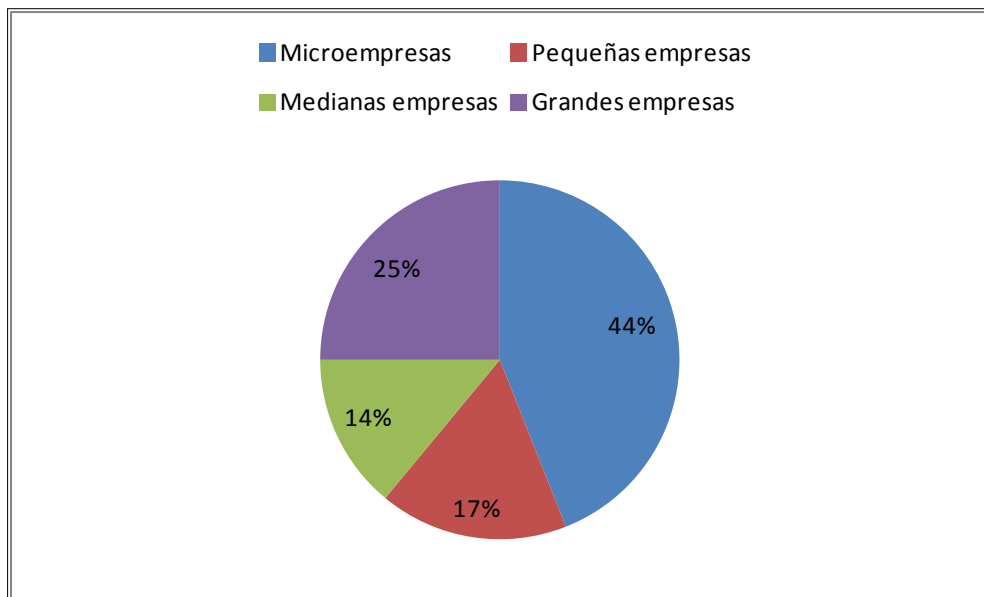
En los últimos 5 años el crecimiento en el sector empresarial ha sido de 5.2%, ha generado cerca de 500.000 empleos directos y 2.5 millones de empleos indirectos son los datos que indica Pedro Solines, Superintendente de Compañías.³

Según el diagnóstico realizado por el Ministerio de Comercio Exterior, Industrialización, Pesca y Competitividad (MICIP) en el 2002, las Pymes

³ MORILLO M., (2010). “*El éxito de las PYMES está en el emprendimiento.*” Revista Ekos. p. 23.

industriales representaban el 74% de los puestos de trabajo. Siendo el 33% equivalente a puestos ocupados por mujeres y el 67% por hombres. De acuerdo a Wilson Araque, “el significativo aporte del sector de las Mipyme a la generación del empleo nacional, es que de cada 4 puestos de trabajo que existen en el país 3 son generados por aquellas empresas categorizadas como micro, pequeña o mediana.”

GRÁFICO 7
APORTE A LA GENERACIÓN DE EMPLEO



Fuente: Censo Nacional Económico CENEC- 2010 – INEC.

Elaboración: Observatorio de la Pyme de la Universidad Andina Simón Bolívar

De acuerdo a datos del Censo Nacional 2010, si se analiza la generación de ingresos vía venta de bienes y/o servicios que producen, se puede concluir que son las pequeñas y medianas empresas las que en mayor grado aportan ya que aproximadamente por cada USD 100 que se generan, por el concepto de ventas,

USD 39 son aportados por las pequeñas y medianas empresas; mientras que el aporte de las grandes empresas es de USD 37 del valor total de las ventas y finalmente USD 24 son aportados por las microempresas.

En un estudio realizado a nivel nacional en el año 2010, se evidenció que el número de empleados en una Pyme sobrepasa los 30 en su mayoría siendo los sectores como la agroindustria con un 44%, alimentos con un 50% y el de turismo en un 100% en donde mayor frecuencia de esta estadística se encontró.

El 68% de las pequeñas y medianas empresas no exportan sus productos, sin embargo el 32% si lo hace. Del 68%, el 71% no lo hace porque no le interesa exportar mientras que el 5% considera que su producto no alcanza los estándares requeridos internacionalmente.

Cerca del 51% de las pequeñas y medianas empresas cuentan con sistemas de medición de la satisfacción de los clientes por su producto y servicio, la diferencia no lo tiene. Además el 96% de las Pymes consultadas cuenta con sistemas informáticos para el control de la contabilidad y el 97% usa un sistema para el control.

El 44% de las pequeñas y medianas empresas invierten en materia prima, el 29% invierte en publicidad, un 13% invierte en actualización tecnológica y apenas un 12% invierte en la innovación del producto. Lo cual preocupa pues es un sector

que debe generar oportunidades y diversificar sus ingresos, metas que solo se logran con tecnología e innovación.

Por otro lado, el promedio de edad de las pequeñas y medianas empresas en el Ecuador es de 20 años. También son generadoras del 60% de empleo a nivel nacional y su capacidad crece conforme su desarrollo.

El 50% de las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas llegan, como máximo, a dar 20 horas anuales de capacitación a sus empleados. Siendo una de las condiciones que posiblemente más afecta a estas empresas pues baja su nivel de competitividad. El 68% de las Pymes tienen un sistema de evaluación a sus empleados y el 82% de estas empresas usan sistemas para la medición del ambiente laboral.

Son empresas que cuando las condiciones económicas de un país cambian, tienen la posibilidad de adaptarse, ajustar sus procesos y continuar su desarrollo manteniendo su competitividad. Todo esto debido a las específicas características con las que se identifica a una Pyme como un número de empleados relativamente pequeño, activos reducidos al igual que sus ventas.

Son fuentes de innovación ya que se especializan en productos o servicios basados en las necesidades que tiene el mercado, permitiéndoles tener diferenciación de las grandes empresas y obligándose a crear mejores productos que siga demandando su clientela.

Tienen estructuras organizativas poco complejas lo que permite que los líderes o los directivos, responsables de la administración y gestión de la empresa, trabajen con sus colaboradores de manera más eficiente y abierta. Permitiéndoles identificar las posibles necesidades y satisfacer problemas de manera más ágil.

Es importante recalcar que en el caso de Ecuador, para el año 2010, el 25% del PIB no petrolero corresponde a lo producido por las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Cerca del 65% de las plazas de trabajo sin generadas por este sector.⁴

Lo que resulta también atractivo del sector de las pequeñas y medianas empresas son el sin número de alianzas estratégicas que pueden realizar con el fin de mejorar su posición actual y así conquistar nuevos mercados con sus productos.

La ley de fomento artesanal señala características que pueden ajustarse a la realidad de las pequeñas y medianas empresas entre ellas se destacan:

- Responsabilidad limitada 37%
- Persona natural 35%
- Sociedad anónima 24%
- Otras 4%

⁴ MORILLO M., (2010). *“Las Pymes ecuatorianas en cifras.”*. Revista Ekos. p. 14.

Los motivos de formar compañías de responsabilidad limitada son que los socios son responsables únicamente de las obligaciones sociales hasta por el monto que aportan, precautelando el resto de los bienes del socio de la compañía así como la exposición de su propio patrimonio al riesgo del negocio. Para las reuniones de la junta general son constituidas con la reunión de la mitad del capital social lo que facilita la toma de decisiones. Para la cesión de las acciones a otro participante, diferente de los socios que forman la empresa es necesaria la aceptación de todos los socios para que sea válida la cesión.

Otra de las tendencias importantes son empresas que operan bajo la modalidad de persona natural permitiendo así que la familia sea quienes formen parte de la misma.

Al tomar como alternativa las sociedades anónimas se toman en cuenta ventajas como la movilidad de los capitales, pues la empresa no tiene restricciones relacionadas al número de participantes, cualquier persona puede formar parte de la empresa sin que esto implique la aceptación de los de su participación por los socios originales. Además puede cotizar en la bolsa de valores y así acceder a un financiamiento mediante el mercado de valores.⁵

La administración y dirección de una pequeña y mediana empresa son independientes y las actividades se concentran en el dueño de la Pyme, pues es la persona encargada del control y la dirección de la misma.

⁵ AVILES P, **SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS**, Ecuador, Área de Información Estadística.

Son empresas que tienen a mantenerse en el mismo lugar donde iniciaron sus actividades, siendo este un comportamiento que se toma por temas de costos y conservación del mercado. Pues además basan sus relaciones con sus clientes en condiciones de permanente lealtad.

Uno de los factores cruciales en el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas es la posibilidad de alianzas que les permitan permear en los mercados, ofrecer productos de calidad y satisfacer necesidades de los demandantes. Sin embargo es muy importante que antes de tomar esta decisión los responsables de la dirección de las empresas evalúen capacidades de producción así como impactos. Pues la necesidad de mejorar los procesos, contratar personal capacitado y disminuir los costos son elementos vitales para conseguir los objetivos que requieren de inversión.

1.4.1 Nuevo escenario jurídico para las pequeñas y medianas empresas.

Debido a la importancia del sector en la economía nacional y para incentivar la producción de las pequeñas y medianas empresas se expidieron tres leyes relevantes para el sector desde Diciembre del 2010.

- *El Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones*, publicado el 29 de Diciembre, busca consolidar normas que incentiven la producción y establezcan condiciones idóneas para su

desarrollo. Para ello se tomó en cuenta campos como el laboral, tributario, comercio exterior, financiamiento, entre otros. En este código se estableció el Consejo Sectorial de la Producción como organismo a través del cual el Presidente define políticas de desarrollo productivo y de fomento de inversiones.

Uno de las ventajas que ofrece este código es que las sociedades que se constituyan a partir de la vigencia de esta nueva ley, con el objeto de realizar inversiones nuevas y productivas, gozarán de una exoneración en el pago del impuesto a la renta durante cinco años contados desde el primer año en el que se generen ingresos atribuibles directa y únicamente a la inversión. Estas inversiones deberán realizarse fuera del de Quito y Guayaquil, en los sectores económicos considerados prioritarios por el Estado.

- *Ley Orgánica de la Economía Popular y Solidaria (LEPS)*, esta ley define la “economía popular y solidaria” a la forma de organización económica, donde sus integrantes, individual o colectivamente organizan y desarrollan procesos de producción, intercambio, comercialización, financiamiento y consumo de bienes para satisfacer necesidades y generar ingresos basadas en relaciones de solidaridad, cooperación y reciprocidad. Privilegiando el trabajo y al ser humano como fin de la actividad orientada al buen vivir.

Esta ley tiene como fin establecer el marco legal para el desarrollo de organizaciones del sector comunitario, cooperativas de ahorro y crédito, entidades asociativas y solidarias, es decir, entidades que integran el sector financiero popular y solidario.

Esta es una ley que beneficiaría a las pequeñas y medianas empresa en ámbitos como la educación y capacitación orientada a los objetivos de las economías populares y solidarias, tributarios ya que actos solidarios que efectúen las empresas como parte del ejercicio propia de su objeto social no se consideran hechos generadores de tributos.

- *Ley Orgánica de Regulación y control de poder de mercado*, esta ley se dictó con 4 objetivos claros que son:

- 1) Evitar, prevenir, corregir y sancionar el abuso de poder del mercado.
- 2) Prevenir, prohibir y sancionar acuerdos restrictivos.
- 3) Control y regular operaciones de concentración económica.
- 4) Prevenir, prohibir y sancionar prácticas desleales.

Por lo que ofrece herramientas idóneas para defenderse en caso de actuaciones abusivas o desleales por parte de otros participantes del mercado. Asegurando así el desarrollo del sector

así como el desempeño de un mercado que busque el beneficio de sus actores.

1.5 PRINCIPALES PROBLEMAS Y NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO QUE ATRAVIESAN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DEL PAÍS.

Hoy en día el mercado presenta grandes retos para las empresas, pues las condiciones de desempeño del mismo cada vez exigen mayor competitividad e innovación. Por lo que se vuelve necesario que las pequeñas y medianas empresas tengan nuevas fuentes de financiamiento que les permita acceder a recursos que mejoren sus condiciones y las impulsen a un desarrollo sostenido. Son un sector que está siempre presente en programas de asistencia técnica y programas de fomento productivo, mismos que abarcan tanto el sector privado como el público.

La realidad de las pequeñas y medianas empresas es que son sociedades que carecen de modelos de desarrollo aceptables y no califican para competir en mercados extranjeros o simplemente no tienden a ver esta como una meta en su desarrollo, lo que dificulta la inserción de las mismas en la economía mundial y con ello ampliar sus horizontes. Además no son empresas dominantes por lo que su influencia en el ramo de desarrollo es limitada, lo que las obliga a desenvolverse en mercados locales. Perdiendo capacidad de negociación y restringiendo estrategias que los conlleven a nuevos mercados. También existe una limitada cultura asociativa para fortalecer sus capacidades o una cooperación inter-empresarial.

Mecanismos cada vez más preferidos para penetrar en nuevos mercados ya que la cooperación puede configurarse como una opción estratégica que permite a organizaciones de reducida dimensión acceder a los recursos financieros, técnicos y humanos necesarios para instaurar y sostener unas infraestructuras comerciales en destino que les posibiliten el desarrollo hacia un estado más avanzado en su proceso de internacionalización.⁶

Los aspectos como el contrabando y la informalidad son factores que generan competencia desleal y afectan directamente la competitividad de las pequeñas y medianas empresas. Convirtiéndose en problemas que ameritan tomarse en cuenta por su impacto en los resultados del sector.

Considerando la época en la que vivimos y las tendencias de los mercados mundiales, es una necesidad de las empresas implementar nuevas tecnologías en sus procesos, que impliquen no solo ahorro de recursos sino también optimización de tiempo y calidad de la producción. Es por ello que una de las limitaciones más grandes que tienen las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas es la insuficiente y/o inadecuada tecnología al igual que la maquinaria para la fabricación de los productos. Lo cual repercute en la incapacidad de aprovechar economías de escala.

Avanzar hacia un sistema financiero inclusivo y orientado a apoyar a las Pymes implica complementar la facilitación del crédito con mejoras para realizar inversiones e incentivos a la innovación e incorporación de tecnología para reducir las brechas productivas y empresariales.⁷

⁶ CLAVER E (2000). *"Estrategias de internacionalización de la empresa"*. Alicante. Editorial Club Universitario. p.115

⁷ FERRERO C (2011). *"Eliminando Barreras: El financiamiento a las Pymes de América Latina."* Chile. p. 8.

Las pequeñas y medianas empresas también se ven afectadas el momento de la selección y contratación de sus empleados, pues debido a la falta de recursos es complicada la negociación con personal calificado y capacitado para asumir retos propios del sector y por ende conseguir resultados que potencialicen y amplíen su mercado. Por lo que una mano de obra sin calificación es una de las consecuencias que debe enfrentar este sector. Considerando el hecho de que el 50% de las pequeñas y medianas empresas llegan como máximo a dar 20 horas anuales de capacitación a sus empleados, es decir, a pesar de realizar la contratación del personal; el sector no procuran capacitarlo ni entregarle armas que les permita mejorar en el desempeño de sus actividades.

Como consecuencia de todos los problemas mencionados las pequeñas y medianas empresas tienen inconvenientes a la hora de producir bienes y servicios de calidad, pues existe ausencia de normas que mejoren y estandaricen su producción y los conviertan en productos exportables que satisfagan las necesidades y estándares de cualquier mercado internacional. Entre las principales razones que tienen las empresas del sector para no exportar están lo poco atractivo que ven el hecho de ingresar sus productos en mercados diferentes al nacional, consideran que los tramites de exportación son engorrosos y demandan mucho tiempo, creen que sus productos no alcanza estándares requeridos internacionalmente o no han encontrado demanda para los productos o servicios que ofrecen. Es por ello que el mercado de las Pymes se puede dividir en dos grandes segmentos, el privado que representa el 79% y el público con el 21% de las ventas.

La concentración es otra de las limitaciones de las pequeñas y medianas empresas ecuatorianas pues el 43% de las empresas señala que sus 3 principales clientes concentran más del 50% de las ventas. Mientras que el 83% realiza sus ventas únicamente de forma individual, finalmente solo el 3% vende en asociación con otras empresas (enfocándose hacia el mercado externo) y menos del 10% utiliza las dos opciones.⁸

La segmentación de los mercados financieros y el tratamiento desfavorable que reciben las pequeñas y medianas empresas respecto de las grandes es una característica que tiene la economía. Esta tendencia explica la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en el 2010 que se da por los siguientes motivos:

- La falta de información afecta, con particular intensidad, a los nuevos clientes de los bancos y de las instituciones financieras que por lo general, son pequeñas empresas.
- Cuanto menor es el tamaño de la empresa, menor tiende a ser el capital que puede ofrecer como garantía colateral del crédito solicitado. Las entidades financieras con el fin de reducir los problemas de escasez y complicaciones en la recolección de información, demandan la cobertura parcial o total de la deuda, generalmente con activos (muebles o inmuebles) que en caso de no

⁸ ENSICK G (2010). *“Las 10 trabas a la competitividad”*. Revista Fortuna.

haberse pagado la deuda son considerados como forma del préstamo. De acuerdo a publicación emitida por la CEPAL en 2011 “ La solicitud de garantías hace posible realizar, en forma ágil, la selección de deudores aunque, por otro lado, deja afuera a muchas empresas que no pueden satisfacer este requerimiento.”

- Teniendo en cuenta que el monto de los créditos a las pequeñas y medianas empresas suele ser relativamente pequeño, los bancos deben incurrir en esfuerzos adicionales para obtener información sobre los antecedentes crediticios de dichos clientes.
- Muchas Pymes carecen de la información que exigen los bancos y desconocen los procedimientos y practicas requeridos para acceder al crédito.

Es por ello que se puede definir como uno de los problemas más relevantes que atraviesa el sector el acceso al financiamiento, pues principalmente sus recursos provienen del ahorro familiar o personal, ya que las alternativas de financiamiento a través de la banca implican altas tasas de intereses que encarecen sus costos, considerando que en muchos casos las pequeñas y medianas empresas carecen de historial crediticio por lo que la banca no considera factible el otorgarle créditos por valores significativos. Lo cual limita nuevas iniciativas así como oportunidades de expansión y crecimiento. Además restringe el acceso de crédito para la inversión de capital.

Por tanto, la escasa utilización del crédito bancario por parte de las Pymes, se adjudica, principalmente, a la insuficiencia de información y a los altos riesgos atribuidos a su financiamiento, lo que genera reticencia en las entidades bancarias a otorgarles préstamos; pero también se debe a los elevados costos del financiamiento, a las exigencias de los bancos y a la insuficiencia de garantías de las empresas.⁹

A lo largo de los años noventa en América Latina se difundieron enfoques basados en instrumentos de “segundo piso” para la canalización de asistencia financiera para Pymes. Esto quiere decir, que en lugar de que sean los bancos públicos los que otorguen el crédito de forma directa, sean las instituciones públicas de fomento quienes liciten fondos destinados al crédito para las pequeñas y medianas empresas, para que estos sean administrados por bancos privados quienes los otorguen a las empresas. De esta manera los bancos asumen el riesgo de que los fondos otorgados no puedan ser recuperados. Sin embargo, aún no se aprecia un cambio relevante en el acceso a los mercados financieros por parte de las pequeñas y medianas empresas.

En el Ecuador, se ha regresado a la utilización de esquemas en los cuales el crédito es otorgado de forma directa por instituciones públicas, tema que será ampliado en capítulos posteriores como opciones de financiamiento para Pymes.

La falta de conocimiento de los programas o nuevas leyes que se emiten a favor de las pequeñas y medianas empresas impide el acceso a aquellos programas

⁹ FERRERO C (2011). Op. Cit., p. 12.

de los cuales puedan beneficiarse. En el mejor de los casos los programas llegan del 10% al 15% del universo de los beneficiarios potenciales, representado por miles de empresas.¹⁰ Además, cabe recalcar la poca visión integral de las políticas en la cual los distintos programas muestran poca coordinación y articulación entre los ellos. Lo cual puede conllevar a la repetición de los objetivos que se planteen y a no generar aprendizajes ni adaptaciones además de confusiones. Se crean leyes focalizadas en la reducción de la pobreza y el incremento de la ocupación, mientras pierden relevancia temas como la competitividad y el desarrollo exportador. Por lo que dificulta la creación de nuevas pequeñas empresas al no contar con leyes y procesos amigables para realizar sus operaciones productivas.

¹⁰ FERRERO C (2010). Op. Cit., p. 26.

2. MERCADO FINANCIERO ECUATORIANO.

2.1 DESCRIPCIÓN GENERAL DEL MERCADO FINANCIERO.

El mercado financiero podría definirse como un mecanismo que brinda la posibilidad a diversos agentes económicos de realizar el intercambio de activos financieros de diversos tipos.¹¹ Es decir interactúan ofertantes y demandantes de fondos, en donde como cualquier otro mercado se ve afectado por la oferta y la demanda siendo éstas las variables que determinan los precios de los activos, tiene como principales objetivos la rentabilidad y la eficiencia.

Es un mercado que presenta varias ventajas para sus participantes, siendo la principal el constituir un medio en donde aquellos inversores que necesitan recursos financieros se reúnan con aquellos que los tienen y buscan donde invertir su capital.¹²

Un mercado financiero es un espacio (no se exige que sea un espacio físico concreto) en el que se realizan los intercambios de instrumentos financieros y se definen sus precios. Los mercados colocan a todos sus vendedores en el mismo lugar, haciendo así más fácil encontrar posibles compradores.¹³

Cumplen funciones como establecer mecanismos que posibiliten el contacto entre los participantes de las negociaciones a realizarse, fijan precios de los productos financieros en función de la oferta y la demanda que se presentan, buscan reducir los costos de intermediación por lo que permite una mayor circulación de los productos y administra los flujos de liquidez ya que permite que

¹¹ [<http://www.estratex.net/educacion/educacion-sobre-mercados-financieros>], **¿Qué es un mercado financiero?**

¹² *Ibídem.*

¹³ CALVO A. (2013). [http://es.wikipedia.org/wiki/Mercado_financiero], **Mercado Financiero**

el inversionista venda el activo financiero cuando éste necesita liquidez o compre cuando tiene exceso de la misma.¹⁴ Finalmente difunde la información sobre las condiciones de contratación, es decir, condiciones en las que podrán las partes comprar y vender activos financieros a través de la determinación ordenada de los precios¹⁵.

Además de lo mencionado busca captar y promover el ahorro para luego canalizarlo de una forma correcta hacia los diferentes agentes económicos, facilitar el intercambio de bienes y servicios a sus asociados, de tal forma que les permita ser más eficientes, buscar el crecimiento económico de la población y apoyar de una u otra manera para que la política monetaria sea más efectiva y se llegue al desarrollo del país.

El proceso que se tiene en el mercado de valores beneficia sobre todo a los mejores clientes debido a que cuentan con alternativas de financiamiento menos costosas que el crédito bancario. Motivo por el cual los bancos están dispuestos a asumir mayores riesgos con el fin de captar clientela o mantenerla dejando a un lado la calidad de la misma y generando problemas de morosidad y castigos en la cartera que afectan las utilidades. En definitiva, los mercados financieros facilitan el aumento de capital, la transferencia de riesgo y el comercio internacional en un sistema financiero¹⁶.

¹⁴ *Ibídem.*

¹⁵ Biblioteca Institucional de la Superintendencia de Compañías (2004), ***“Mercado Financiero”***. Ecuador, pág.2

¹⁶ CALVO A. (2013). [http://es.wikipedia.org/wiki/Mercado_financiero], **Mercado Financiero**.

El mercado financiero debe tener ciertas características que lo defina y permita el cumplimiento de su objetivo, como son:

- *Libertad:* Los mercados financieros no ponen ningún tipo de barrera para la entrada y salida del mercado financiero.
- *Flexibilidad:* Los precios de los activos financieros que se negocian en un mercado, deben ser lo suficientemente flexibles para cambiar ante un cambio que se produzca en la economía.
- *Amplitud:* Entre mayor sea la cantidad de activos financieros que se negocien en un mercado financiero, más amplio será este.
- *Profundidad:* Se refiere a la existencia en un mercado financiero, de títulos de carácter financiero que permitan cubrir diversas eventualidades como alzas o bajas de precio de materia prima, convertibilidad, entre otros
- *Transparencia:* Todos los participantes en el mercado deben tener acceso a la misma información, para que al final todos sepan lo mismo y ninguno tenga ventaja sobre los demás por contar con información privilegiada. Con esto se busca que el mercado financiero sea equilibrado.¹⁷

¹⁷ *Ibíd.*

Existen tipos de mercados financieros que se clasifican de acuerdo a los activos que comercian en ellos como son el mercado monetario y mercado de capitales. Se detalla a continuación las principales características de cada uno de ellos:

- **Mercado Monetario.-** Se comercia con activos financieros que cuentan con una elevada liquidez y un vencimiento que por lo general es a corto plazo considerando billetes, monedas y depósitos a la vista. Se trata de activos cuyo vencimiento suele ser inferior a un año.
- **Mercado de capitales.-** En este tipo de mercados se negocia con activos que tienen un vencimiento más extenso, por lo general de mediano a largo plazo. Son activos necesarios para la ejecución de diversos procesos de inversión.

Dependiendo de la naturaleza de los activos financieros que se negocian y la clase de las instituciones el mercado financiero se ejecuta en dos segmentos:

- **Mercado de instituciones financieras.-** Es aquel que tiene como centro a los bancos e instituciones financieras, las mismas que canalizan los recursos, mediante intermediación indirecta a través de procesos de ahorro, crédito e inversión.

- **Mercado bursátil.-** Es aquel que teniendo como centro a las bolsas de valores, propicia la canalización de recursos vía intermediación directa, esto lo hace mediante los mecanismos de emisión, colocación y negociación de valores de corto, mediano y largo plazo.

También se clasifican de acuerdo a la fase de negociación de los activos financieros, siendo estos mercados primarios o secundarios. El primero hace referencia al mercado en donde se crean los activos financieros y en los cuales estos son emitidos directamente por el emisor. El segundo es en donde se realiza el intercambio de activos ya existentes y que ya fueron emitidos con anterioridad.

Por lo general, este mercado permite a los inversores que tienen en su poder activos financieros vender los que ya fueron emitidos en un mercado primario o que ya habían sido negociados en un mercado secundario y que están actualmente en su poder. Los mercados secundarios también permiten comprar activos financieros con total libertad.

2.2 DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO.

El mercado financiero ecuatoriano es aquel que está constituido por un conjunto de principios y normas jurídicas que se basan en un instrumento y documentos especiales que nos permiten canalizar el ahorro y la inversión de los

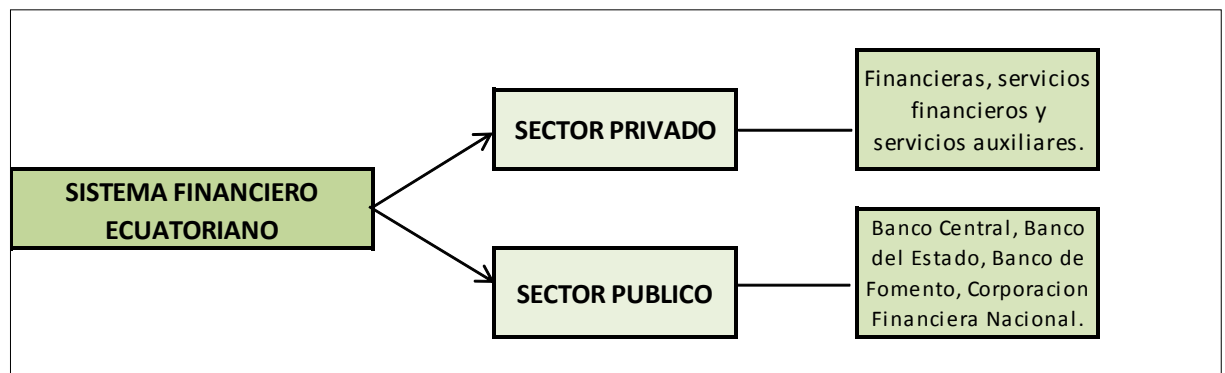
diferentes sectores hacia otros que lo necesitan apoyando así al desarrollo y crecimiento de la economía.¹⁸

La Ley Orgánica del Régimen Monetario y Banco del Estado, en el artículo 24, enuncia que el sistema financiero del Ecuador comprende el Banco Central del Ecuador, las instituciones financieras públicas, las instituciones financieras privadas y las demás instituciones financieras controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

En el artículo 2 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero se clasifica al sector de la siguiente manera:

GRÁFICO 8

CLASIFICACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ECUATORIANO



Fuente: Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

Elaboración: Autora.

¹⁸<http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/86/6/CAPITULO%20I.pdf>, **Sistema Financiero Ecuatoriano.**

A continuación se describirá las principales características de los elementos de este sector:

Sector privado

- *Financieras*

- a) Bancos.- son instituciones que realizan labores de intermediación financiera recibiendo dinero de agentes económicos en forma de depósitos para darlos en forma de créditos a otros agentes económicos. Es decir, transfieren valores que han sido entregados por personas que no los necesitan por el momento, a otra parte de la sociedad que necesita de esos recursos económicos para iniciar una actividad económicamente productiva.
- b) Las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo.- instituciones bancarias que promueven la creación de empresas productivas mediante la captación y canalización de recursos internos y externos de mediano y largo plazos, movilización de los instrumentos de pago.
- c) Las asociaciones Mutualistas de ahorro y crédito de la vivienda.- son instituciones financieras privadas, con finalidad social, cuya actividad principal es la captación de recursos al público para destinarlos al financiamiento de vivienda, construcción y bienestar familiar de sus asociados.

- d) Las cooperativas de ahorro y crédito.- son asociaciones autónomas de personas que se reúnen de forma voluntaria para satisfacer las necesidades económicas, sociales y culturales mediante una empresa de propiedad conjunta y gestión democrática sin fines de lucro.

- *Servicios financieros y servicios auxiliares*

Son aquellas instituciones que cooperan o colaboran con las instituciones financieras, para lograr un mejor desempeño, dentro de este grupo se encuentra a las casas de cambio, seguros de depósito, montes de piedad, tarjetas de crédito, calificadoras de riesgo, redes de cajeros automáticos, servicios de cobranza, servicios contables.

Sector público.

- *Banco Central.*- persona jurídica de derecho público, con autonomía y patrimonio propio, es el organismo ejecutor de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria.
- *Banco del Estado.*- persona jurídica autónoma de derecho privado con finalidad social y pública, financiar programas, proyectos, obras y servicios del sector público tales como Ministerios, Municipios, Consejos Provinciales, entre otros, que se relacionen con el desarrollo económico nacional.

- *Banco Nacional de Fomento.*- impulsa el desarrollo intensivo de la economía, cuyo efecto promueve y financia programas generales y proyectos específicos de fomento de la agricultura, la ganadería, la silvicultura, la industria y el comercio de materias y productos originarios del país.
- *Corporación Financiera de Fomento Nacional.*- institución financiera pública, autónoma, con personería jurídica, técnica, moderna, ágil y eficiente, estimula la modernización y el crecimiento de todos los sectores productivos y de servicios.

El sistema financiero ecuatoriano formal está regulado por la Ley General de Instituciones Financieras del sistema financiero y sujeto a la supervisión de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Este sistema ofrece servicios de operaciones activas y pasivas tales como créditos, cuentas corrientes, depósitos a plazos y ahorros a la vista.

Dentro de este sistema también se encuentra la banca pública de primer piso que es la principal proveedora de recursos financieros para el sector rural y urbano, una de las principales instituciones es el Banco Nacional de Fomento, mismo que brinda sus servicios a nivel nacional.

La parte del sistema financiero informal está constituida por instituciones financieras no formalizadas bajo la Ley General de Instituciones Financieras, y su función es la de financiar en forma recuperable programas y proyectos relacionados con actividades agropecuarias, contribuyendo con el desarrollo social y económico del sector campesino. Son consideradas como no formales porque no funcionan bajo el control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, y comprenden unas 800 Cooperativas de Ahorro y Crédito y varias ONG's.

Las Cooperativas que no son regularizadas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, están controladas por la ley de Cooperativas y fueron creadas con el fin de brindar créditos y ahorros a pequeños agricultores.

2.3 MERCADO DE INSTITUCIONES FINANCIERAS.

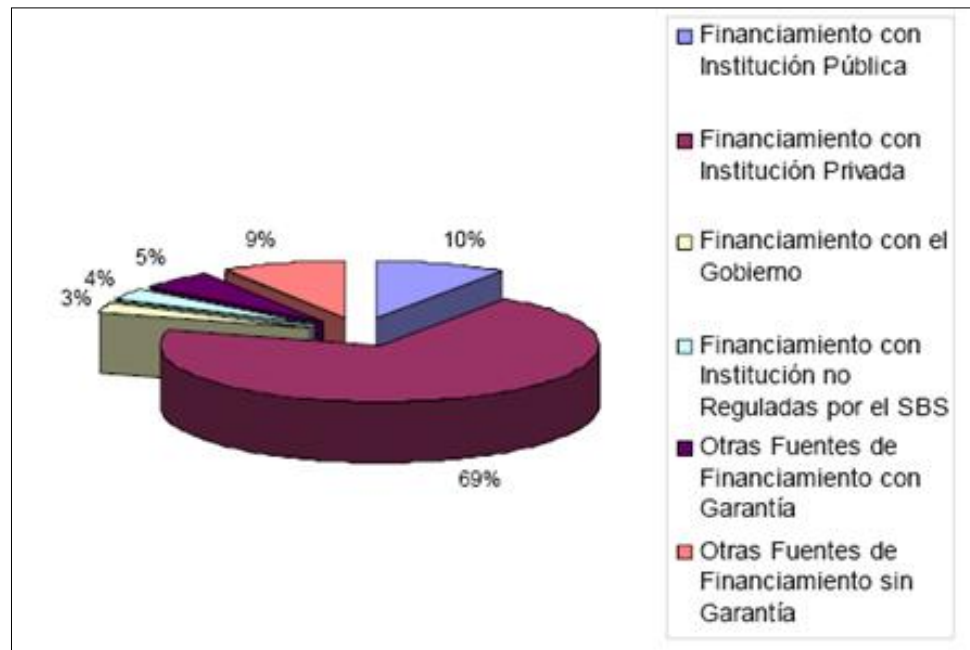
2.3.1 Créditos concedidos a PYMES.

Las fuentes tradicionales de financiamiento son las preferidas por los establecimientos ecuatorianos, entre ellos los bancos, las cooperativas de ahorro y crédito y otras fuentes. Sin embargo, el sector financiero ecuatoriano no siempre logra asignar los fondos de manera eficiente y productiva.

De acuerdo al censo realizado en el año 2010, información que se presenta en análisis de la Subsecretaría de MYPIMES y Artesanías, las fuentes de financiamiento que se prefieren son las siguientes:

GRÁFICO 9

FUENTES DE FINANCIAMIENTO QUE PREFIEREN LAS PYMES



Fuente: INEC, 2010.

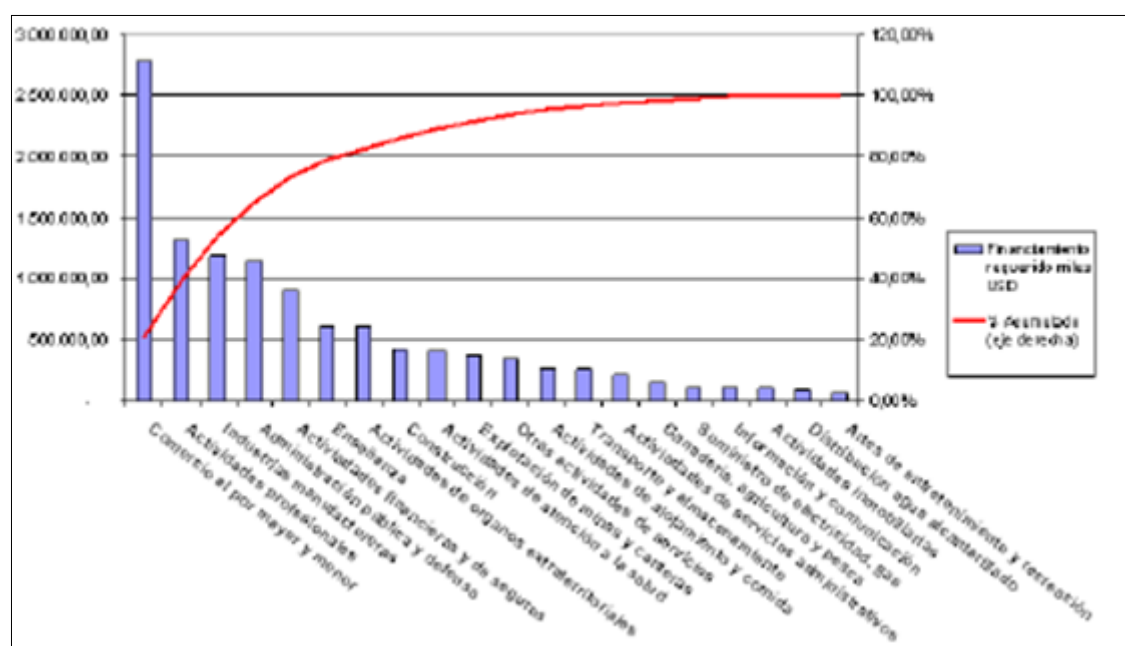
Elaboración: Subsecretaría de MYPIMES y Artesanías.

Es evidente la inclinación del sector empresarial por el financiamiento a través de instituciones privadas con un 69%, seguido por el financiamiento a través de instituciones públicas con un 10%. El sector de las pequeñas y medianas empresas ecuatoriano requiere de fuentes de financiamiento accesibles y lo menos costosas posible.

De acuerdo al último censo económico realizado en el 2010, se determinó que las empresas requieren de USD 10'826.226.847,00 de financiamiento considerando un alto porcentaje de representación de las Pymes. El sector de las pequeñas y medianas empresas que más

financiamiento demanda es el de Comercio al por mayor y menor pues concentra cerca del 26% del total. Los sectores que continúan en la lista de requerimiento de financiamiento son las actividades profesionales y científicas con un 12%, industrias manufactureras con un 11%, actividades financieras y de seguros con un 8%, entre otras. Siendo estos sectores los que mayor representación tienen sobre el 100% del requerimiento para el 2010.

GRÁFICO 10
FINANCIAMIENTO REQUERIDO PARA EL AÑO 2010



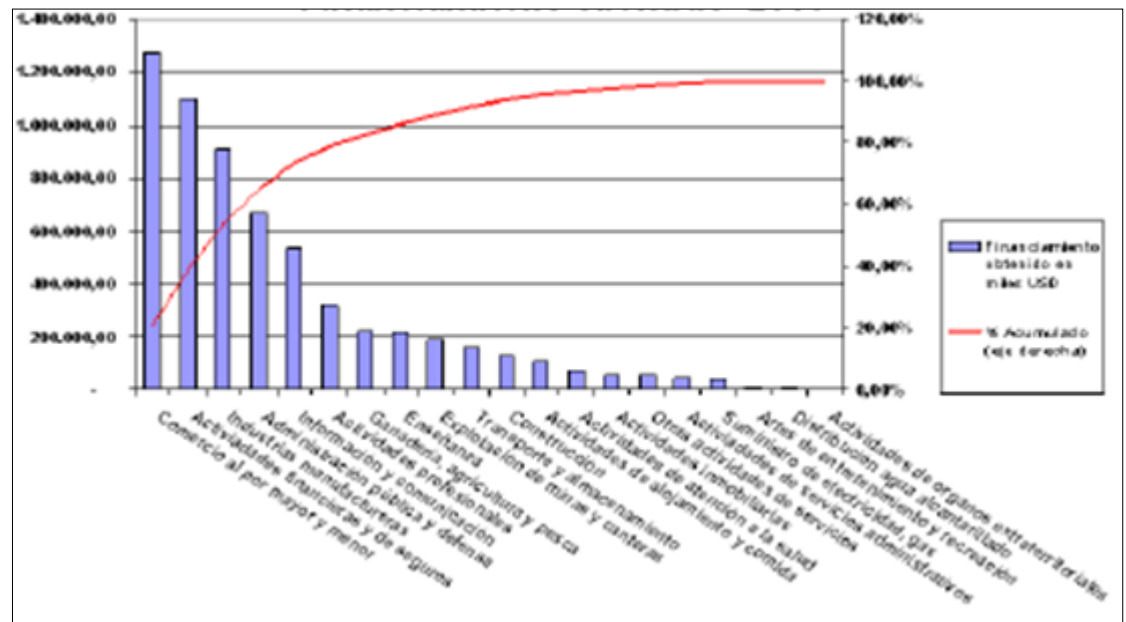
Fuente: INEC, 2010.

Elaboración: Subsecretaría de MYPIMES y Artesanías.

Sin embargo el financiamiento obtenido por las empresas para el mismo periodo sumó USD 6'086.851.404,00 lo que representa que se

obtuvo el 53% del total requerido, siendo cerca del 47% la demanda no satisfecha en cuanto a financiamiento. De igual manera los sectores del comercio al por mayor y menor, actividades financieras y de seguros e industrias manufactureras fueron los sectores que mayor financiamiento consiguieron siendo el 21%, 18%, 15% respectivamente; concentrando la mayoría de los valores recibidos en el 2010.

GRÁFICO 11
FINANCIAMIENTO OBTENIDO EN EL AÑO 2010



Fuente: INEC, 2010.

Elaboración: Subsecretaría de MYPIMES y Artesanías.

En una encuesta realizada por la Universidad Simón Bolívar, que busca conocer la facilidad de acceso que tienen las pequeñas y medianas empresas a fuentes de financiamiento, se encuentra que apenas el 5.4% de

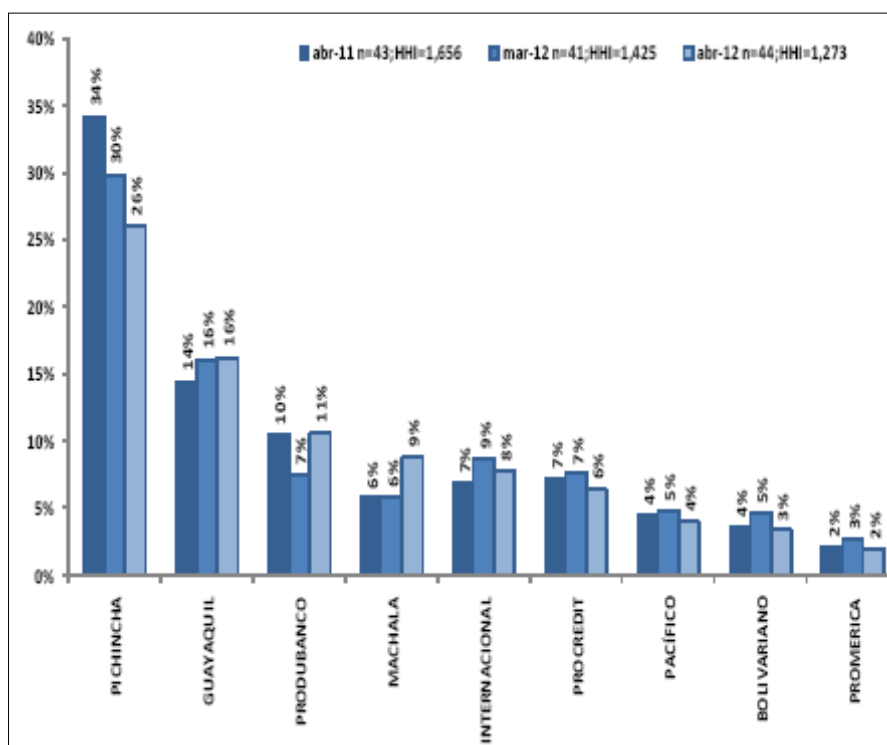
los encuestados cree que el acceso es excelente, el 30.7% piensa que es buena, el 58.4% cree que es regular y el 9.1% cree que es mala. Al referirse al crédito del sector público los resultados fueron que el 45.8% de las empresas encuestadas lo cataloga como regular, mientras que el 31.1% cree que es bueno. Por otro lado, el financiamiento del sector privado lo considera como regular el 56.6%, mientras que el 26.8% cree que es bueno. Por lo que se entiende que existe una mayor aceptación y percepción del crédito público a la hora de buscar financiamiento.

Datos del Banco Central del Ecuador en su informe de evolución del crédito y tasas de interés efectivas que corresponde a Mayo 2012, indica que el volumen de crédito colocado durante el mes de Abril del 2012 en el sector de las pequeñas y medianas empresas (Pymes) fue USD 160.9 millones lo cual significo USD 12.0 millones más que en Abril del 2011. Refiriéndose al número de operaciones en ese mes se registraron 10.158 con un monto de crédito promedio de USD 17.837,10. De los créditos colocados en este sector el 23.89% se concedieron a un plazo de 2 a 6 meses mientras que el 30.62% lo hicieron con un plazo de 2 a 8 años.

Cinco de las instituciones financieras más representativas del segmento financiero otorgaron el 69.28% del total del crédito concedido. Siendo el Banco del Pichincha la institución que encabeza la lista, seguido por el Banco de Guayaquil y Produbanco.

GRÁFICO 12

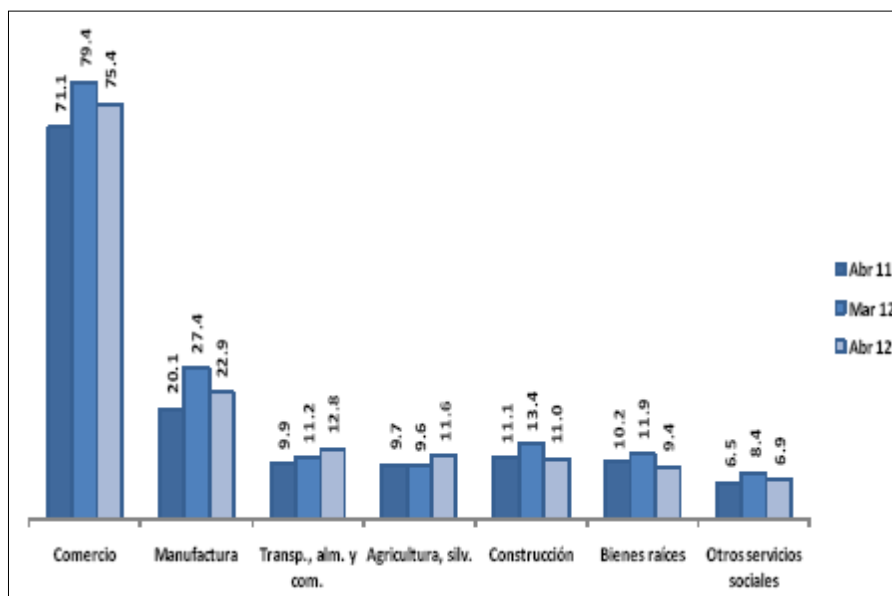
CREDITO BANCARIO



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador, 2012.

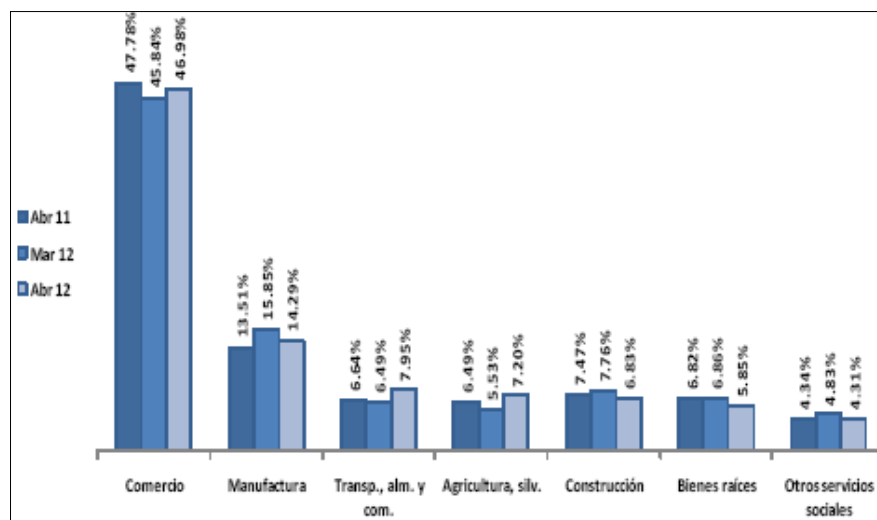
Para el mes de Abril del 2012, el volumen del crédito concedido a las pequeñas y medianas empresas se distribuyó de la siguiente manera: comercio con USD 75.4 millones lo que representa el 46.98%, manufacturera con USD 22.9 millones lo que representa el 14.29%, siendo estos dos sectores los más significativos y de mayor concentración.

GRÁFICO 13
ACCESO AL CREDITO BANCARIO POR SECTOR



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador, 2012.

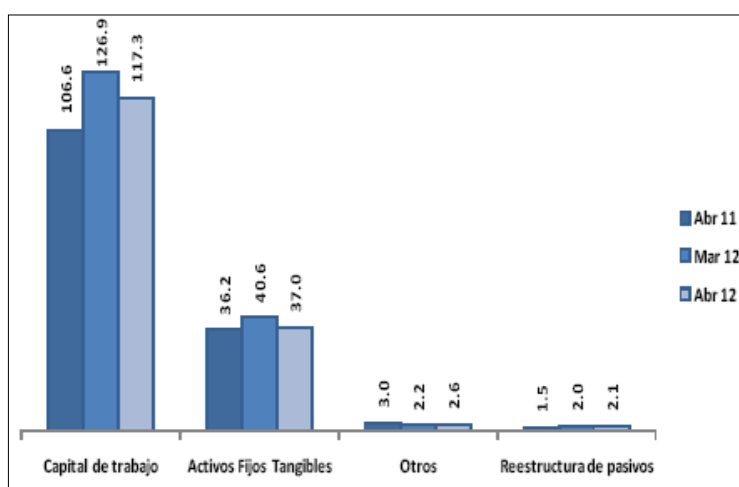
GRÁFICO 14
PORCENTAJES DE ACCESO AL CREDITO BANCARIO



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador, 2012.

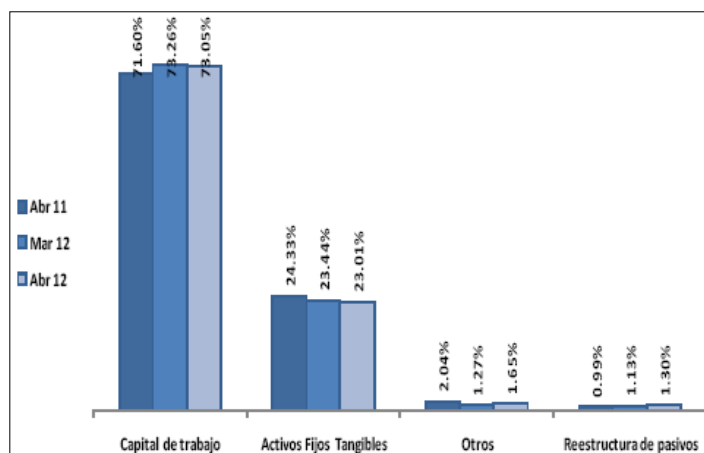
Entre los principales destinos del crédito en este sector se cita en primer lugar para el capital de trabajo con USD 117.3 millones que representa el 73.05%, seguido por la adquisición de activos fijos con USD 37.0 millones que significa el 23.01%.

GRÁFICO 15
DESTINOS DEL CRÉDITO BANCARIO



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador, 2012.

GRÁFICO 16
PORCENTAJES DEL DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO



Fuente y elaboración: Banco Central del Ecuador, 2012.

De acuerdo a boletín emitido por el Banco Central del Ecuador en Febrero del presente año, indica que desde Septiembre del 2007 hasta Octubre del 2008, el Gobierno Nacional implementó una política de reducción de tasas activas máximas, a partir de esa fecha las tasas de han mantenido estables a excepción de las tasas del crédito de consumo y microcrédito. A marzo del 2012 la tasa efectiva activa para el crédito productivo del sector Pymes fue de 11.20%, habiendo estado esta tasa en septiembre del 2007 en 20.11%. Significando una diferencia de 8.91% en el periodo transcurrido. El valor de la tasa activa referencial para Octubre 2012 es de 11.20% y la tasa activa efectiva máxima es de 11.83%.

2.3.2 Programas de financiamiento para PYMES.

El financiamiento que se ofrece actualmente en el mercado nacional a las pequeñas y medianas empresas comprende tanto a instituciones privadas como públicas siendo estas partes fundamentales del crecimiento y desarrollo de este sector. Mientras más pequeñas son las Pymes tienden más al autofinanciamiento, las Pymes que se financian además de recursos propios con externos tienen mayor crecimiento. En este sentido existen varios programas ejecutados, que están en ejecución o proyectos a futuro a ser desarrollados, a continuación se detallará aquellos proyectos con mayor acogida en el mercado.

a) FONDEPYME

Es un programa que ha sido creado por el Ministerio de Industrias y Productividad, mismo que fue diseñado para incrementar la productividad y competitividad, con objetivos como mejorar su acceso a nuevos mercados, generar empleos, reducir problemas sociales como la pobreza y contribuir al desarrollo del país. Además de mejorar las limitantes que hoy en día presentan las Pymes como bajos índices de producción, precios no competitivos, bajos niveles de calidad, escaso acceso a tecnología, entre otras.

Lo que busca el programa es lograr productos y servicios que permitan potenciar las exportaciones del sector y provocar la sustitución de importaciones. El objetivo es generar una opción de cofinanciamiento de proyectos, en donde la asignación del Estado sea del 80% del valor total del proyecto y el 20% restante que correspondería al aporte de los beneficiarios. El financiamiento a través de FONDEPYMES incluye también asistencia y capacitación técnica.

Los sectores priorizados para acceso al financiamiento a través de este programa son metalmecánica, farmacéuticos y químicos, alimentos frescos y procesados, entre otros.

b) CONQUITO

Este programa apoya a la formación de nuevos proyectos de emprendimiento empresarial, creando espacios con facilidad física y asesoría técnica. Datos presentados por la revista Ekos en su edición del 2010 indican que CONQUITO realizó un total de 12.293 asistencias técnicas especializadas. Fomento la creación de 168 nuevas empresas y fortaleció 227 pequeñas y medianas empresas del Distrito Metropolitano de Quito.

Este programa realiza dos convocatorias anuales, la una denominada el Reto es Tuyo y el Día del Emprendedor. En el año 2002 el Municipio de Quito instaló el Fondo de Fideicomiso PROQUITO, con el que ha otorgado 1.900 operaciones de crédito, 1.390 actividades de comercio, 235 productivas y 275 de servicios por un monto total de USD 1'823.437 millones.

c) CFN

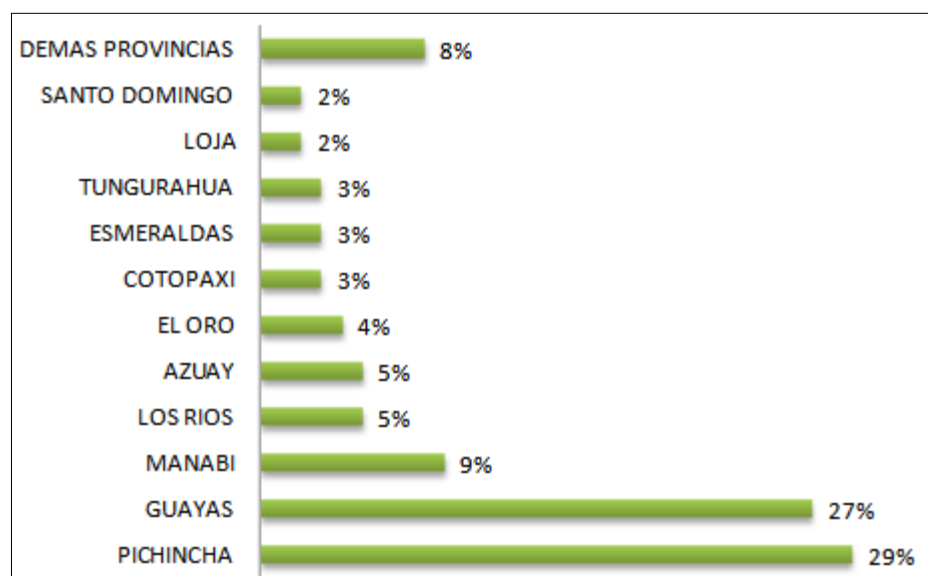
Desde sus orígenes la Corporación Financiera Nacional ha colaborado con el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, considerando las necesidades de capital, asistencia financiera y técnica de este sector. Sus créditos han sido otorgados a mediano y largo plazo. La institución fue concebida como Banca de Desarrollo con la

caracterización de instrumento apto para financiar proyectos definidos como prioritarios. Es el brazo ejecutor de la política productiva del Gobierno Nacional. Cuenta con una gama de productos diseñados para cubrir específicamente las necesidades de las personas ya sean estas de capital de trabajo, financiamiento bursátil, compra de activos, factoring¹⁹, compra de papeles a través del registro de valores no inscritos (REVNI), entre otras.

En el periodo 2007-2010, el financiamiento que se ha destinado a las pequeñas y medianas empresas asciende a USD 634.38 millones distribuidas en 4.691 operaciones a nivel nacional. De los recursos asignados por la CFN, el 57% se centra en las pequeñas empresas que agrupan el mayor monto y número de operaciones, mientras que para la mediana empresa se destinó el 43% restante. En cuanto a las plazas del crédito asignado se encuentra distribuido en las 24 provincias del país. Siendo las de mayor concentración aquellas provincias en donde existe un mayor número de Pymes.

¹⁹ Consiste en la adquisición de créditos provenientes de ventas de bienes muebles, de prestación de servicios o de realización de obras, otorgando anticipos sobre tales créditos, asumiendo o no sus riesgos.

GRÁFICO 17
PORCENTAJE DE CRÉDITO OTORGADO POR LA CFN DE
ACUERDO A LA PROVINCIA



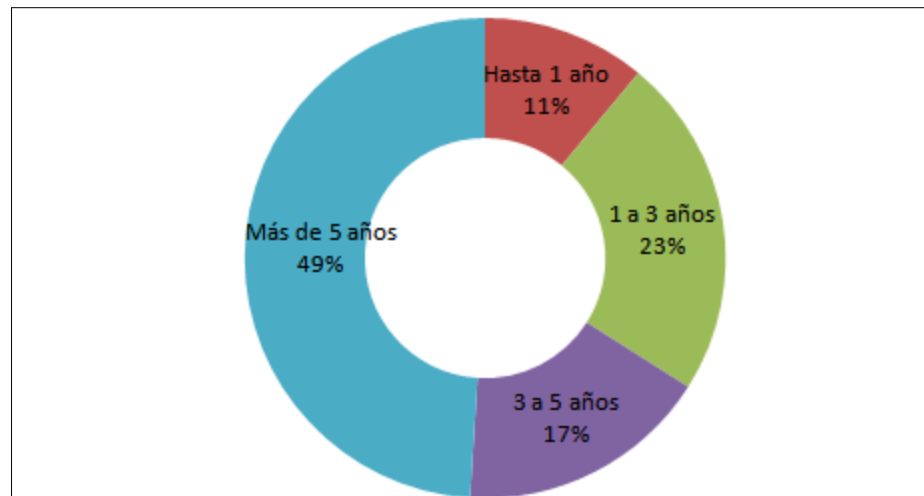
Fuente y elaboración: Revista EKOS, 2011.

De acuerdo a datos analizados en la Revista Ekos, en su edición del 2010, los recursos destinados por esta entidad al segmento de las Pymes fueron destinados en un 70% a la adquisición de activos fijos y el 30% al financiamiento de capital de trabajo. De acuerdo al análisis de la CEPAL, en su libro de Políticas de Apoyo a las Pymes en América Latina del 2010, los créditos otorgados tienen una tasa del 9,8% de interés para actividades vinculadas con el mejoramiento productivo (adquisición de activos fijos, capital de trabajo).

El monto máximo del crédito es de USD 2 millones y el plazo varía según el tipo de actividad, por ejemplo, 10 años para los activos

fijos y dos años para el capital de trabajo. En cuanto a la concentración por el plazo de los créditos entregados por la Corporación Financiera de Nacional, el 11% de los recursos entregados corresponden al corto plazo, mientras que el 89% al largo plazo.

GRÁFICO 18
CONCENTRACIÓN POR PLAZOS DE CRÉDITO



Fuente y elaboración: Revista EKOS, 2011.

Los sectores más beneficiados con los créditos otorgados por la CFN a las pequeñas y medianas empresas son el manufacturero con el 31%, el agropecuario con el 24%, la construcción con el 12%, entre otros.

Además de los mecanismos crediticios tradicionales, la CFN promueve la inserción de las Pymes en el mercado de valores a través de la compra de papeles mediante el Registro Especial de Valores no Inscritos, lo cual busca facilitar el acceso a empresas sin cultura bursátil

y generar alternativas en fuentes de financiamiento para este sector.

d) MERCADO DE VALORES

El mercado de valores busca canalizar recursos del ahorro hacia la inversión, juntando a agentes económicos con recursos excedentes con agentes económicos que necesitan esos fondos, este contacto se da sin la participación de intermediarios financieros lo cual genera importantes ahorros en costos y condiciones más flexibles que los créditos bancarios tradicionales. Además genera un rendimiento mucho mejor que los acostumbrados instrumentos de inversión en la banca. Por ello, el financiamiento a través de la bolsa de valores para las Pymes es una excelente alternativa.

El mercado de valores ofrece algunos mecanismos de financiamiento como son la emisión de acciones, emisión de obligaciones, emisión de papeles de titularización y el REVNI.

Mediante la emisión de acciones se busca socios en lugar de endeudamiento, es así que las personas que participan asumen tanto los riesgos como los posibles beneficios pues en este tipo de inversiones no se garantiza una rentabilidad. Dependerá del desempeño de la empresa

así como de la evolución del precio de la acción en el mercado. Es una inversión de renta variable.

La emisión de obligaciones, tanto a corto como a largo plazo, busca inversionistas a los cuales se les paga una tasa de interés establecida con anterioridad a un plazo definido. Es una inversión de renta fija.

En cuanto a los procesos de titularización la empresa transfiere a un fideicomiso activo que existen o que se espera existan en un futuro, con el objetivo de que se emitan títulos para ser vendidos a los inversionistas. Con la administración de los activos se busca generar los recursos para el pago a los inversores.

Finalmente cuenta con el REVNI, que es un instrumento diseñado y estructurado por la Bolsa de Valores de Guayaquil, con el objetivo de atender a ciertos sectores que les resulta complicada la participación en la bolsa de valores con los mecanismos antes descritos. Con el REVNI las Pymes pueden acceder a las Bolsas, teniendo una alternativa de financiamiento que no requiere de inscripción ni pagos de mantenimiento.

A pesar de contar con una amplia gama de opciones, en una encuesta realizada el año pasado a Pymes del Ecuador, se determinó que

el 28% de las empresas conocen la alternativa de financiamiento a través del mercado de valores, mientras que el 72% no conoce esta alternativa. Entre las principales ventajas que reconocen para acceder a esta opción de financiamiento están con el 36% las tasas de interés más bajas, con el 29% mayores montos de financiamiento, con el 7% están transparencia en la información, disponibilidad inmediata de los recursos, mayores plazos, entre otros. Evidenciando la gran oportunidad que existe para que el mercado de valores se convierta en la primera opción a la hora de buscar financiamiento.

e) BANCO PICHINCHA

Ofrece un crédito que financia las necesidades de capital de trabajo y adquisición de activos fijos para las Pymes, es decir, obedecen necesidades del negocio. Clasifica a las empresas por el parámetro de ventas declaradas, considerando a las Pymes aquellas que van desde USD 100.000 hasta menos de USD 1'000.000 al año.

El monto va desde los USD 22.000 hasta los USD 200.000, con plazos de financiamiento dependiendo del destino del crédito otorgado si es para capital de trabajo lo pueden pagar hasta 18 meses, para activos fijos mobiliarios hasta 3 años, para activos fijos inmobiliarios hasta 5 años. Se solicita una cobertura del 140% como mínima garantía para el crédito además de otros requisitos.

f) BANCO PRODUBANCO

Esta entidad financiera presenta opciones de créditos de acuerdo al volumen de ventas y el monto que este solicitando, con plazos y tasas de interés que vayan de acuerdo al tamaño de la empresa. Financia principalmente adquisición de bienes y capital de trabajo de las Pymes.

Cuenta con plazos de máximo 18 meses si el crédito es para capital de trabajo, 24 meses si el crédito es para la adquisición de activos, con dividendos mensuales. Las garantías que se solicita irán de acuerdo al monto y destino del crédito otorgado. Una vez que se asigne el crédito, el cliente cuenta con asesoría calificada y atención personalizada. Procurando que los recursos entregados rindan la máximo posible.

En cuanto a las dificultades encontradas por las Pymes para acceder al crédito bancario están entre las principales las garantías y requisitos exigidos, el tiempo que tarda en concretarse la operación, las tasas de interés y los montos a los que pueden acceder por su tamaño.

2.4 EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO.

La historia del mercado de valores del Ecuador tiene relación con la existencia de las bolsas de valores que tiene un origen muy remoto pues de acuerdo la Bolsa de Valores de Quito, podría decirse que empiezan cuando los antiguos

mercaderes se reunían en un lugar determinado con el propósito de comprar y vender sus productos primarios. A medida que el tiempo transcurrió se amplió la gama de los bienes de intercambio, hasta llegar a la producción y negociación de productos más sofisticados y complejos como son los negociados actualmente.

Las bolsas de valores son precisamente las instituciones que proveen la infraestructura necesaria para facilitar la aproximación de los emisores a los inversionistas, a través del proceso de compra venta de valores.

El establecimiento de las bolsas de valores en Ecuador fue parte de un proceso largo y esperado que respondió a los procesos de económicos y comerciales que se han venido suscitando en el país. La idea principal para la implementación de estas fue principalmente la necesidad de proveer a los comerciantes un medio adecuado y moderno para distribuir la riqueza, promover el ahorro interno e impulsar su canalización hacia las actividades productivas.

Las fechas y hechos relevantes de su creación en Ecuador se detallan en orden cronológico a continuación:

- El 4 de noviembre de 1831 es cuando se autoriza poner en vigencia el Código de Comercio de España de 1829.

- El 1 de mayo de 1882 entra en vigencia el primer Código de Comercio Ecuatoriano, que se refiere a las bolsas de comercio.
- El 26 de junio de 1884 se crea la primera Bolsa de Comercio en Guayaquil, mientras que en mayo de 1935 en la misma ciudad, se crea la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador.
- En julio de 1955 mediante decreto ejecutivo se crea la Comisión Nacional de Valores y en enero de 1964 se expide la Ley de Compañías. Ese mismo año en agosto se expide la Ley de la Comisión de Valores, sustituyendo a la Comisión Nacional de Valores.
- El 26 de marzo de 1969 se expide la ley No. 111 que faculta el establecimiento de bolsas de valores, otorgándole facultades a la Comisión de Valores/ Corporación Financiera Nacional para fundar y promover la constitución de la Bolsa de Valores de Quito. Ese mismo año, se autoriza el establecimiento de las bolsas de valores en Quito y Guayaquil así como su constitución.
- Finalmente el 28 de mayo de 1993, se expide la primera Ley de Valores, en donde se establece que las bolsas de valores deber ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las hasta ese momento compañías anónimas.

2.4.1 Clasificación del mercado de valores.

El objetivo principal del mercado de valores es facilitar y abaratar el financiamiento, así como mejorar la eficiencia en la distribución de los recursos hacia las actividades productivas.

El mercado de valores puede ser clasificado de varias maneras, a continuación se describen las principales clasificaciones de este sector:

- **Según el orden de la transacción.-** Este puede ser primario o secundario. El primero también llamado Mercado de Emisiones, se refiere a un mercado en donde los compradores y el emisor participan directamente en la compra –venta de títulos valores y la fijación de precios ofrecido al público siendo ésta la primera vez de su colocación, se realiza de esta manera con el fin de que el emisor obtenga directamente los recursos que requiere. Es una alternativa que las empresas tienen para poder lograr el autofinanciamiento mediante la emisión de acciones o a su vez obtener crédito a través de la emisión de obligaciones y otros títulos.

El mercado secundario hace referencia a las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación. Aquí se permite revertir las decisiones de compra y venta de los

inversionistas ya que estos pueden intercambiar los títulos valores previamente emitidos.

Se deduce que tanto el mercado primario como el secundario son complementarios y necesarios para seguir favoreciendo el atractivo del mercado de valores pues ofrecen la posibilidad de poder transferir el valor adquirido en primera colocación y hacerlo líquido mediante el mercado secundario al venderlo.

- **Según su organización.-** Esta puede ser bursátil y extrabursátil. El mercado bursátil está conformado por ofertas, demandas y negociaciones de títulos valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, realizadas por los intermediarios autorizados. Se negocia en la Bolsa, en donde intervienen los mercados primarios y secundarios.

El mercado extrabursátil es el que se desarrolla fuera de las Bolsas de Valores, con la participación de intermediarios autorizados e inversionistas institucionales con títulos que no requieren ser inscritos en la Bolsa de Valores, pero si deben estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores. Los que se negocian en su mayoría son los de renta fija. Generalmente este mercado funciona con menos reglas y controles que el bursátil lo cual genera un mayor riesgo, menor costo de negociación y puede generar competencia para el mercado bursátil.

- **Según el tipo de rentabilidad de los instrumentos financiero.-** Estos puede ser de renta fija o variable. El primero son valores de deuda cuyo rendimiento es conocido y queda establecido el mismo momento de la transacción, pueden negociarse con un descuento o premio en el precio. La rentabilidad de este tipo de valores viene dada por el valor de los intereses ganados o por ganar, en función de la tasa y el plazo establecido además del valor de descuento o premio que se obtenga en el precio de negociación en el mercado. Los principales son pagares, papel comercial, cupones, letras de cambio, entre otros.

El de renta variable son valores cuya naturaleza no es de deuda, tienen un carácter de patrimoniales principal motivo por el cual su rendimiento no se lo puede conocer el momento de su transacción, ni está sujeta a una tasa de interés, sino que lo determinan factores que posibiliten la generación de utilidades, como por ejemplo las acciones.

2.4.2 Instituciones de control y participantes.

Dentro de las instituciones de control y regularización del mercado de valores ecuatoriano están los organismos que se detallan a continuación:

- **Consejo Nacional de Valores (CNV).**- Es el organismo rector del mercado de valores, creado para establecer la política general y regular el funcionamiento de este mercado. Es un ente agregado a la Superintendencia de Compañías y está integrado por siete miembros que corresponden a cuatro del sector público y tres del sector privado. Es presidido por el Superintendente de Compañías y sus decisiones se adoptan con el voto de al menos cinco miembros.

Entre sus principales funciones están las de impulsar el desarrollo del mercado de valores, promocionar la apertura de capitales, expedir normas complementarias a la Ley de Mercado de Valores, regular las inscripciones en el Registro de Mercado de Valores y su mantenimiento, entre otras.

- **Superintendencia de Compañías.**- Es el organismo público autónomo, encargado de ejecutar la política general del mercado de valores dictada por el Consejo Nacional de Valores y ejercer control y vigilancia de los diferentes participantes en este mercado. Entre las principales funciones están las de inspeccionar a los partícipes; investigar infracciones e imponer sanciones; solicitar y suministrar información pública; autorizar las ofertas públicas; autorizar el funcionamiento de las instituciones participantes; llevar el Registro de Mercado de Valores;

autorizar, suspender y prohibir actividades; cancelar inscripciones, entre otras.

- **Entidades de Autorregulación.-** Incluyen a las bolsas de valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de la Ley de Mercado de Valores. Tienen la facultad para dictar sus reglamentos y normas internas, controlar las actividades que realizan sus miembros y sancionarlos en el ámbito de su competencia.

De acuerdo a la normativa legal vigente, las instituciones participantes de apoyo y servicios del mercado de valores en el Ecuador son las siguientes:

- **Bolsas de Valores.-** Constituyen un mercado público, en el cual participan intermediarios autorizados con el propósito de realizar operaciones de compra y venta de valores debidamente inscritas, bajo diversas modalidades de transacción, determinándose los precios mediante la oferta y la demanda con criterios formados por la existencia de amplia información sobre el emisor y las condiciones del mercado.

Son corporaciones civiles sin fines de lucro, cuya función es la ofrecer a las casas de valores, instituciones públicas y a los participantes del mercado, servicios y mecanismos adecuados para la negociación de

valores. Para que una bolsa pueda operar es necesario que tenga el patrimonio mínimo solicitado y comprobar que al menos diez de sus miembros (casas de valores) reúnen condiciones necesarias.

Algunas de las ventajas de negociar a través de las Bolsas de Valores es que facilitan el proceso de inversión ya que proporcionan un lugar en el cual se pueden concretar operaciones garantizando a sus integrantes que las mismas se realicen apegadas a la normativa, obteniendo así el mejor precio a un bajo costo. También asegura que las inversiones que se realicen con valores inscritos en la Bolsa de Valores tienen gran liquidez, lo que permite que los accionistas tengan el respaldo de poder convertir sus títulos cuando requieran efectivo. Mejora la imagen de confiabilidad de una empresa al estar inscrita en bolsa, por lo que favorece su cotización accionaria generando confianza y facilitando su crecimiento así como nuevo financiamiento. Finalmente cuentan con un fondo de garantía como mecanismo que busca protección para los inversionistas frente a cualquier eventualidad de incumplimientos, lo que garantiza un funcionamiento fluido así como la confianza y seguridad.

- **Casas de Valores.-** Son compañías anónimas dedicadas legalmente a ejercer la intermediación de valores y otras actividades implícitas del negocio, en los mercados bursátiles y extrabursátiles. Requieren de un patrimonio mínimo para su funcionamiento, sea autorizada por la

Superintendencia de Compañías y miembro de una bolsa de valores. Son las únicas instituciones autorizadas para realizar la intermediación (dar asesoría información) bursátil, las negociaciones que realicen las casas de valores las harán a través de personas naturales calificadas, denominadas como “operadores de valores”, quienes deben estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores así como en la Bolsa de Valores y actuarán de manera solidaria con sus respectivas casas de valores.

- **Emisores de Valores.-** Son las personas jurídicas, privadas y públicas que de acuerdo a disposiciones legales están autorizadas para emitir valores (documento que da derechos al tenedor de exigir un beneficio económico), es decir, derechos de contenido esencialmente económico que puedan circular y negociarse libremente en el mercado.
- **Calificadores de Riesgo.-** Son compañías anónimas o sociedades de responsabilidad limitada debidamente autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que ofrecen el servicio de calificación de riesgo tanto para valores como para emisores. Mediante estas calificaciones se da a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos correspondientes a sus valores de oferta pública.

- **Administradores de Fondos y Fideicomisos.-** Son compañías anónimas que tienen por objeto administrar fondos de inversión, negocios fiduciarios, además pueden actuar como emisores de procesos de titularización y representar fondos internacionales de inversión. La administradora gestionará cada fondo, buscando exclusivamente a la mejor conveniencia de este. Cada fondo y negocio fiduciario se considera como un patrimonio independiente de su Administradora por lo que es necesario llevar una contabilidad separada de otros fondos y negocios fiduciarios, siendo sujetos de auditoría externa por una misma firma auditora.
- **Depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.-** Son compañías anónimas debidamente autorizadas por la Superintendencia de Compañías cuya función es la de recibir en depósito valores inscritos; encargarse de la custodia, conservación, liquidación, registro y transferencia de los mismos; y, brindar el servicio de cámara de compensación de valores. Este proceso lo realiza el DECEVALE (Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores) mismo que fue creado por la Ley de Mercado de Valores.

Tiene que ver con el proceso ordenado y oportuno tanto de la entrega-recepción de los valores negociados, como del flujo de los

medios de pago respectivos, producto de las negociaciones bursátiles que se concretan. Para que exista una mayor seguridad en las transferencias se las realiza a través del Banco Central.

La entrega física de los valores o la transferencia contable de los mismos, desde el vendedor hacia el comprador se denomina “compensación”. Mientras que la transferencia de los recursos económicos que respaldan la operación realizada, desde el comprador hacia el vendedor se denomina “liquidación”.²⁰

El sistema adoptado por la Bolsa de Valores de Quito toma en cuenta únicamente los saldos deudores de cada una de las Casas de Valores, resultantes del volumen de ventas con el volumen de compras efectuadas y que deben cumplirse en una determinada fecha valor. Si el valor de las ventas totales es mayor al de las compras totales, el valor neto es negativo, es decir que es valor a favor de la Casa de Valores que debe ser cubierto por la Bolsa de Valores. Por el contrario, si el valor de las ventas es inferior al de las compras totales, el valor neto es positivo, por lo que el saldo a favor es para la Bolsa de Valores y debe ser cubierto por la Casa de Valores.

²⁰ PEÑA P., (2006). *Guía del Inversionista Bursátil*. Ecuador: Digital. pág.131

2.4.3 Normativa del mercado de valores.

El marco normativo del mercado de valores de Ecuador, se compone de tres niveles o segmentos fundamentales que se detallan a continuación:

- **Nivel de Regulación**

- Ley de Mercado de Valores.
- Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores.
- Resoluciones del Consejo Nacional de Valores.
- Resoluciones del Superintendente de Compañías.

- **Nivel de Autorregulación**

- Reglamentos, regulaciones, estatutos, circulares y otras normas internas de las bolsas de valores y otros asociados de autorregulación.

- **Normas Suplementarias**

- Ley de Compañías y su Reglamento General.
- Ley General del Sistema Financiero y su Reglamento General.
- Código de Comercio.
- Código Civil.
- Ley de Régimen Tributario Interno y su Reglamento.

- Resoluciones de la Junta Bancaria.
- Regulaciones del Banco Central.

2.4.4 Situación del Mercado de Valores Ecuatoriano.

En Octubre del 2004, se declaró como política de Estado la promoción del Mercado de Valores, sin embargo, esta política poco o nada se cumple actualmente.

El Mercado de Valores del país enfrenta problemas estructurales y coyunturales que afectan su función principal; proveer financiamiento de mediano y largo plazo a los sectores productivos ya que se lo considera joven y por tanto, carece de experiencia (ROSETO, 2010). Además la población ecuatoriana presenta una falta de cultura bursátil y existe una falta de protección al inversionista lo cual complica el crecimiento del mercado de valores. El Dr. Patricio Peña, Presidente del Directorio de la BVQ, indica que en el caso de Ecuador, se ve una clara tendencia a la recurrencia de empresas del sector productivo y, especialmente, del sector real de la economía que han decidido usar los mecanismos e instrumentos del mercado de valores en el país. Esta tendencia, se aprecia no solamente durante los últimos cuatro años sino que viene evidenciándose de manera muy clara durante toda la década.

Un mercado de valores para empresas de baja capitalización podría facilitar la colocación de ofertas públicas pequeñas. Por lo que se torna necesario un marco legal acorde a las exigencias internas que facilite el desenvolvimiento de las pequeñas y medianas empresas dentro de este mercado. Es por ello que el dinamismo de financiamiento para el sector productivo y sobre todo para las Pymes es ínfimo o casi insignificante.

En el año 2010, el monto nacional transado en el Mercado de Valores, que incluye las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, en relación al PIB representó el 8,8% de acuerdo a datos analizados por la Subsecretaria de Mipymes en el 2012. Siendo este un monto bajo en relación a otros sectores de la economía considerando además el rol estratégico que tiene para el desarrollo.

De acuerdo al diario La Hora, el mercado de valores ecuatoriano creció en un 7,59% en los últimos seis años, período que comprende los años 2006 al 2011, al pasar de 3.502 a 3.768 millones de dólares. Lo que equivale a un aumento en promedio anual de 1,2%. Sin embargo, en los seis años anteriores, 2000 al 2005, hubo mayor expansión pues fue de 2.771 a 3.627 millones de dólares con promedio de crecimiento anual de 5,14%. En el 2009 se registró la cifra más alta al llegar a 6.426 millones de dólares, siendo este el pico más alto de los últimos 12 años. Mientras que en el

2011, los montos negociados cayeron más de 1.300 millones de dólares.²¹ De acuerdo a datos de la Bolsa de Valores de Quito, para Septiembre del 2012 la capitalización bursátil, es decir, el valor total de las acciones que se cotizan en el mercado de valores, ascendió a USD 5.948 millones, reinvirtiéndose la tendencia de decrecimiento del volumen de capitalización evidenciado durante el año 2011²². A pesar de ello, no llegan ni al equivalente del 10% del PIB nacional.

En el 2010, de acuerdo a los anuarios estadísticos de la Superintendencia de Compañías, apenas 284 empresas de los 499.045 establecimientos existentes en el país pudieron acceder al mercado de valores, lo cual representa el 0.056% del total, pues la mayoría de empresas que participan en el este mercado son grandes. Evidenciando claramente la limitante que significa estos procesos para las pequeñas y medianas empresas que no consideran al mercado de valores como una fuente de financiamiento viable.

Expertos en el mercado financiero indican que se torna necesario el construir inversionistas competitivos e institucionales fuertes que generen liquidez y fuentes de trabajo. Así como capacitaciones que evidencien beneficios, rentabilidad y bajos costos a las pequeñas y medianas empresas del país para que estas se sientan atraídas a encontrar en el mercado de

²¹ [<http://www.cartafinanciera.com/latinoamerica/el-mercado-de-valores-de-ecuador/>], **Mercado de Valores de Ecuador.**

²² PEÑA P. (2012). *Inventario, Bolsa de Valores de Quito 2011-2012*. Ecuador. p: 8

valores una fuente de financiamiento confiable que genere desarrollo y crecimiento de las empresas. Además destacan algunos problemas que impiden el crecimiento del mercado de valores, como el impuesto a la salida de divisas (ISD) pues desincentiva a los inversionistas que quieren sacar el rendimiento que obtengan fuera del país disminuyendo directamente sus ganancias.

2.5 FUNCIONAMIENTO DE MERCADO DE VALORES PARA PYMES EN OTROS PAÍSES.

La experiencia en la región puede dar un panorama más claro de la realidad de los mercados de valores al ser países con economías, hábitos y costumbres similares. Las condiciones de acceso al crédito para las Pymes en la región son parecidas, teniendo como principales características las altas tasas de interés, plazos cortos y exigencias elevadas de garantías. Es lógico entender que se requiere de tantas exigencias debido a la morosidad que este sector tiene una vez que obtiene el crédito y debe empezar con los pagos que, comparada con las empresas grandes, es mayor.

Sin embargo, de acuerdo a Ulises Alvear, Presidente de la Asociación de Casas de Valores del Ecuador, Latinoamérica vive el mejor momento económico de su historia pues la relación deuda frente al producto interno bruto no alcanza el 40%, lo que significa un porcentaje que es menos de la mitad que en los países desarrollados. Todo esto después de 20 años con excesos de deuda, que con

dolorosos aprendizajes han permitido llegar a un sistema financiero muy sólido, calificándolo como el “más sólido del mundo”.

Tanto en el mercado nacional como en los mercados internacionales las pequeñas y medianas empresas no tienen el espacio ni la confianza por parte del sector de la demanda de colocación de capitales y de las instituciones de control para despuntar apropiadamente, por lo que se vuelve importante recalcar la importancia de las políticas públicas que aseguren profundidad y tamaño de un mercado de valores permitiendo la participación de aquellas empresas que están interesadas.

En el caso de los países vecinos, se puede evidenciar la existencia de políticas públicas, claras y muy bien definidas. También es notoria la adecuada coordinación entre administradores y administrados que cuentan con horizontes, estrategias y objetivos ambiciosos que priorizan el desarrollo del mercado de valores²³. Tal es el caso del ‘Mercado Integrado Latinoamericano’ (MILA) que es la integración de las bolsas de valores de Perú (Lima), Colombia y Chile (Santiago), teniendo como objetivo el unificar las actividades y operaciones de estos tres países a fin de mejorar el panorama y desempeño que podrían generar cada una de las bolsas individualmente. Este proyecto espera diversificar, ampliar y hacer más atractiva la negociación de este tipo de activos en los países involucrados. El peso que el volumen de negociación de valores tenía en cada una de estas bolsas era poco significativo. Es por ello que al unificarse se ofertará una

²³ *Ibíd.*

mayor variedad de valores para los inversionistas y mayores fuentes de financiamiento para los emisores del mercado de valores.

Este proceso de integración empezó en noviembre del 2010 y crea el mayor mercado accionario de la región por número de emisores con un potencial de 565 establecimientos, así como el segundo por capitalización bursátil con USD 691.000 millones. A pesar de ser una excelente alternativa de financiamiento y crecimiento empresarial a penas, 15 empresas peruanas, 20 colombianas y más de 200 chilenas pueden transarse hoy en los tres mercados. Sin duda esta es una iniciativa que irá consolidándose y posicionándose con el transcurso del tiempo así como de las buenas experiencias que vaya generando el mercado. Es una gran oportunidad para las pequeñas y medianas empresas, al poder llegar a inversionistas que no hubiesen llegado a través de una sola bolsa.

Para Perú, la creación de esta alternativa respondía a las pocas opciones de inversión en la bolsa peruana. Con lo que se buscó diversificar las opciones, brindando mayores opciones de inversión en diferentes segmentos ya que Perú es una bolsa minera, Chile una bolsa retail y de servicios; y Colombia es una bolsa financiera y energética.²⁴ Además este año se aprobó el reglamento que crea el Mercado Alternativo de Valores (MAV), mediante el cual las pequeñas y medianas empresas podrán acceder a financiamiento en el mercado de valores, buscando la reducción de barreras de entrada, menores costos por conceptos de inscripción y

²⁴ [http://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/pineda_galarza_peru_espana.pdf], **Mercado de Valores en el Perú.**

emisión de valores, menores requerimientos y obligaciones de presentación de información.²⁵

En el caso de Colombia, se han expedido resoluciones que buscan la inclusión de las pequeñas y medianas empresas en el mercado de valores estableciendo requisitos más flexibles para su vinculación. Sin embargo no existen empresas beneficiarias de este mercado que encajen en el concepto de Pymes, pues a pesar de haber flexibilizado sus condiciones no dejan de ser necesarios controles o reestructuraciones internas que posiblemente para este sector impliquen costos que no los pueden afrontar. Las razones son principalmente el desconocimiento del funcionamiento así como de los incentivos que implica la vinculación a este mercado.

Además de esta iniciativa Chile crea también la denominada ‘Bolsa Emergente’, que fue diseñada como un mercado alternativo para la apertura en bolsa de las empresas de menor tamaño, en comparación con aquellas empresas que tradicionalmente cotizan sus acciones en bolsa.

Por su parte Brasil consciente de la importancia de la participación de las Pymes en el mercado de valores, a través del programa Innovar que fue lanzado en el 2000 con el objetivo de promover la creación de un sistema de capital de riesgo para las pequeñas y medianas empresas con bases tecnológicas, siendo esta una forma de reducir la incertidumbre y el riesgo, comportamientos propios de lo que

²⁵ [<http://www.elperuano.pe/Edicion/noticia.aspx?key=45212>], **Mercado de Valores Peruano.**

implica invertir en el mercado de valores. Este programa trabaja de manera conjunta con varias organizaciones especializadas en investigación, software y la Bolsa de Valores de San Pablo (BOVESPA) buscando fortalecer la cultura de inversión en capital de riesgos para empresas nacientes y emergentes.

Hasta 2008, la entidad realizó siete llamados públicos para la capitalización del fondo de capital de riesgo. En 2009, ya habían sido apalancados alrededor de USD 45 millones en fondos *Venture Capital*²⁶ con la expectativa de que cerca de 100 empresas fueran beneficiadas en los próximos tres años (CEPAL, 2011). El porcentaje de negociaciones en relación al PIB nominal en este país significó el 40.23%. También se crea el BOVESPA MAIS, un nuevo segmento relacionado con las Pymes, cuyo objetivo principal es atraer a este tipo de empresas al mercado de capitales. Siendo acciones tomadas que no son más que una consecuencia de un Brasil que ha conseguido un crecimiento económico sostenido y una notable reducción de la pobreza. Uno de los avances más significativos fue el crecimiento de la clase media, que impulso el crecimiento del consumo y de la producción, permitiendo que sus empresas alcancen el carácter de trasnacionales.

En el caso de Argentina, a través de sus Bolsas de Córdoba y Buenos Aires incorporó en sus normas un régimen especial simplificado para las pequeñas y medianas empresas. Lo cual facilitó la participación de este sector en el mercado de valores, además permitió la creación de nuevos productos que se adapten a sus

²⁶ También conocido como inversor de riesgo, es una actividad financiera consistente en la toma de participaciones temporales y minoritarias en empresas en proceso de arranque o crecimiento. El capitalista de riesgo aporta imagen y apoyo gerencial a la sociedad participada.

necesidades. La peculiaridad reside en que, a diferencia de otras compañías, los compradores también deben ser calificados: el inversor que quiera adquirir estos papeles debe tener características que demuestren que ya realizó negocios en la Bolsa.

A pesar de la gran importancia que tienen las pequeñas y medianas empresas en la economía mundial, no solo por ser generadoras de recursos sino también por las fuentes de trabajo que ofrecen, tienen limitados accesos al financiamiento a través el mercado de capitales.

En los países analizados es posible evidenciar las reformas que se han realizado con el fin de incentivar la participación de este sector en el mercado, sin embargo aún no se logra la vinculación de un número representativo de este sector en las bolsas de valores; siendo los principales problemas el desconocimiento en cuanto a funcionamiento como a beneficios que obtendrían al poder tener esta opción de financiamiento.

Considerando estos factores es necesario que se considere capacitaciones tanto para emisores como para inversores de las pequeñas y medianas empresas buscando evidenciar lo trascendental que significaría en su desarrollo la incursión de sus empresas en el mercado de valores, siendo esta una oportunidad de desarrollo, crecimiento y expansión.

Desde el punto de vista de los mercados de capitales, la situación actual plantea un reto: Latinoamérica está llena de empresas bonsái: tienen todo, pero son muy pequeñas. Pese a que las distintas crisis han borrado los ahorros de muchos, ahora hay más confianza. Aunque existe un fuerte crecimiento de la clase media que invierte en el mercado, está pendiente la tarea de la democratización del capital y de la implementación de gobiernos corporativos eficientes. Se plantea indispensable aumentar incentivos al ahorro y aumentar la seguridad jurídica. Para ello se vuelve preciso asegurar los derechos de los inversionistas minoristas y aumentar la protección a ellos.²⁷

²⁷ PEÑA P. (2012). Op.Cit.. p: 37

3. REGISTRO DE VALORES NO INSCRITOS (REVNI)

3.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL REVNI

El Registro de Valores No Inscritos (REVNI) es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores mediante el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores, ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica, cumpliendo menores requisitos y no descuidando el insumo principal del mercado de valores, que es la información. El Revni nace con un objetivo específico que es atraer a pequeños, medianos y grandes emisores que busca opciones de financiamiento diferentes a las tradicionales. Es un mecanismo contemplado en el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores, publicada mediante Registro Oficial 224 el 1 de Julio de 1999, el cual indica que las Bolsas de Valores tienen la facultad para implementar mecanismos de negociación para valores no inscritos en bolsa, para lo cual deberán contar con la autorización de la Superintendencia de Compañías.

Es un proceso de emisión de pagarés con garantía del emisor (compañía) que se negocia a través del sistema de subasta los días Lunes, Martes y Miércoles de 15:00 a 16:00 horas²⁸. Mediante Registro Oficial número 808 emitido el 11 de Octubre del 2012, se estipula que el monto máximo para la negociación del REVNI, no podrá ser mayor a USD 3'000.000,00 ni exceder el 80% del total de los activos libres de gravamen del emisor, para este efecto no se considerarán aquellos

²⁸ [<http://analytica.ec/>], **Mecanismos de Negociación de Revnis.**

activos que sean diferidos, se encuentren en litigios o los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía; por último, el plazo de vencimiento de los REVNI no podrá exceder a 36 meses. (Anexo1)

Las rentas del REVNI pueden ser fijas o variables y es considerado como un mecanismo de aclimatación para las empresas que buscan probar el mercado de valores para futuras emisiones con mayores requerimientos.

El Diario de Guayaquil, “Hoy”, en su publicación de Mayo del 2013, indica que conseguir financiamiento para las pequeñas y medianas empresas a través del mercado de valores es una opción vigente en el país. Los recursos que las empresas obtienen son a bajo costo, de acuerdo al flujo de su negocio y en el marco de un mercado de aclimatación. También indica que una vez que la empresa opte por este mecanismo, el tiempo para renta variable es de 12 meses y 36 meses para valores de renta fija, concluido este plazo la empresa ya no puede volver al Revni sino optar por inscribirse en el mercado formal.

Es un mecanismo de entrenamiento para las empresas que necesitan considerar un esquema de financiamiento.

Por otro lado, la Subsecretaria de Mipymes y Artesanías, en su publicación del 2012 sobre “Alternativas de Financiamiento a través del Mercado de Valores para Pymes”, menciona que el REVNI es un mecanismo que se usa generalmente para pequeñas y medianas empresas que están relativamente consolidadas.

También indica algunos elementos como oportunidades para las empresas que optan por este mecanismo, como por ejemplo:

- Constituye un mercado de aclimatación y maduración preparando a las empresas para que obtengan las condiciones necesarias para pasar al mercado formal.
- Permite que las empresas experimenten la obtención de recursos a través del Mercado de Valores, incorporando también un mayor número de inversionistas.
- Brinda la oportunidad a los emprendimientos y empresas de reciente creación para que puedan acceder a una fuente de financiamiento y obtengan capital de trabajo que permita el desarrollo de su actividad.

El destino de los fondos que provienen del REVNI son canalizados principalmente en el capital de trabajo y la reestructuración de los pasivos de corto y largo plazo de las empresas participantes. Reprogramar los pasivos a través de la banca resulta más difícil que a través del mercado de valores debido a que las instituciones financieras tradicionales por lo general no otorgan créditos para cubrir las obligaciones adquiridas con otra institución financiera. Solicitando un detalle que justifique el destino del crédito que está solicitando y la factibilidad del proyecto.

En el mecanismo de REVNI no es necesaria la calificación de riesgo, sin embargo se exige la entrega de información legal y contable que respalde la confiabilidad de las emisiones de los valores que se negociarán. También es importante que la Pyme cuente con tres años de auditoría externa que valide la información entregada, cuando fuere aplicable, con sus respectivas notas. En cuanto a las firmas de auditoría externa, es importante que estén inscritas en la Superintendencia de Compañías y cumplan con las normas dictadas para llevar a cabo su trabajo buscando siempre asegurar la calidad de la información y como consecuencia de ello, al inversionista.

Una vez que la empresa decida optar por esta alternativa, la Superintendencia de Compañías enviará a un funcionario para la inspección física de la empresa así como de la información contable y financiera que se haya presentado, considerando estados financieros y todo lo referente a la colocación y liquidación de comisiones incurridas en el Revni. La Bolsa de Valores cuenta con información legal, económica y financiera actualizada que permite respaldar y garantizar la inversión realizada. Para el Revni no se debe pagar tarifas de inscripción y mantenimiento, existe facilidad para entrar y salir del mercado y las garantías solicitadas son menores que las que se requiere para un crédito en la banca.

En el Registro de Valores No Inscritos pueden anotarse los siguientes valores:

- *Letras de cambio.*- Son títulos de crédito por los que una persona, llamada “Librador o girador”, da la orden a otra llamada, “librado o girado”, para que pague a una tercera persona, llamada “beneficiario”, una suma determinada 0de dinero en el lugar y plazos que el documento indique.

El librado es quien emite la letra y la gira mientras el girado es aquel contra quien se emite esa letra, a quien el librador da la orden de pagar. Finalmente el beneficiario es aquel en cuyo favor se emite la letra. Son documentos emitidos generalmente por entidades bancarias a corto plazo.²⁹

- *Pagarés a la orden.*- Constituye una promesa incondicional de pago, representada en un título mediante el cual una persona, “firmante” se obliga incondicionalmente a pagar una cantidad determinada, en un tiempo determinado, a la orden de otra persona que es el “beneficiario”.

Cualquier persona natural o jurídica que tenga la capacidad de obligarse puede suscribir un pagaré en reconocimiento de una obligación. Son generalmente emitidos por entidades bancarias a corto plazo que generan una tasa de interés fija.³⁰

²⁹ Guía del Inversionista Bursátil (2006). Quito-Ecuador, pág.89

³⁰ Ibídem, p. 90

- *Acciones.*- Se denomina acción a cada una de las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía. Existen dos clases de acciones las ordinarias y preferidas, las que en principio se diferencian por el derecho al pago preferente de dividendos antes que las acciones ordinarias.

El rendimiento de una acción depende del resultado del ejercicio anual de la compañía. Por lo que no pueden garantizar un rendimiento fijo.³¹ En este documento es necesario que se indique la cifra representativa del capital autorizado, capital suscrito y el número de acciones en que se divide el capital suscrito, además del tipo de acción que es.

3.2 REQUISITOS PARA LA EMISIÓN DEL REVNI.

Para la anotación del REVNI es necesaria la resolución del Órgano Administrativo competente, donde la Junta General de Accionistas o de Socios aprueba la participación de la empresa. De acuerdo al “Manual de Inscripción de Valores-Revni”, publicado en la página web de la Bolsa de Valores de Quito, para los casos de anotaciones de valores a solicitud del emisor, la compañía obligatoriamente deberá establecer medidas orientadas a mantener su patrimonio, mismas que deberán aprobarse mediante una resolución de la Junta General de Accionistas o Socios, en donde se identifiquen los siguientes puntos:

- No repartir dividendos mientras existan valores anotados en mora: y,

³¹ Ibídem, p. 87

- Mantener, durante la vigencia de la anotación, la relación activos libres de gravamen sobre los valores anotados.

En caso de que se incumplan estas medidas dará lugar a declarar de plazo vencido los valores que hayan sido anotados en el Revni, lo cual vuelve una medida imperativa en cuanto a su cumplimiento y además un requisito para llevar a cabo la anotación.

También deberá realizarse un contrato de prestación de servicios con la Casa de Valores patrocinadora para que esta efectúe la estructuración de la anotación en el REVNI, para ello deberá elaborar un Memorando de Inversión en el que conste la siguiente información:

- **Portada.-** Debe indicar que los valores materia de esta anotación, no están inscritos en Bolsa, además es preciso indicar que la autorización de la anotación no implica, de parte de la Bolsa de Valores, ni de los miembros del Directorio de la compañía emisora recomendación alguna para la suscripción o adquisición de valores, ni injerencia en cuanto a precio, solvencia de la compañía emisora, el riesgo o la rentabilidad de los valores anotados.
- **Información general.-** En esta parte del memorando es necesario que se indique contenido como razón social de la compañía emisora, fecha de inscripción de la misma en el Registro Mercantil, número de RUC, objeto social de la empresa

emisora, domicilio principal que incluye dirección, número de teléfono, correo electrónico, pagina web; capitales suscritos, aportados y pagados; número de acciones, clases y valores nominales; nombre y registro del auditor externo o del contador; nombre del representante legal, nómina de los administradores y miembros del directorio con sus respectivas hojas de vida.

Además una descripción de la empresa y sus principales actividades así como proyección en el futuro, información sobre empresas vinculadas, destino de los recursos que se recibiría con la anotación de los REVNIS y el nombre de la Casa de Valores que patrocina la emisión.

- ***Características de los valores a anotarse.-***

- a) Tratándose de valores de renta fija: descripción del valor a anotarse, monto y plazo de los valores, valor nominal, modalidad de amortización, garantía general³², garantía específica³³ en caso de existir, tasa de interés y base de cálculo de existir base para ello, modalidad y lugar de pago.
- b) Tratándose de valores de renta variable: número de acciones a anotarse, valor nominal, clase y serie de acciones, valoración de

³² Garantía general se define al total de activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el Consejo Nacional de Valores.

³³ Garantía específica se entiende como aquella garantía de carácter personal o real, que garantiza obligaciones para asegurar el pago de capital, de los intereses o de ambos.

acciones y la política de reparto de dividendos durante los últimos tres años, y en caso de existir, la proyección para los próximos tres años de actividad.

- ***Información económica y financiera.***- Contiene información que describe el entorno económico en que se desarrolla y desarrollará en un futuro la empresa; el entorno competitivo para las líneas de negocio de la empresa y sus perspectivas; principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la empresa; detalle de los principales activos productivos e improductivos; descripción de políticas de inversiones y de financiamiento de los últimos tres años y para los próximos tres años siguientes; estados financieros de los últimos tres años auditados por una firma de auditoría externa, cuando aplique, con sus respectivas notas. En caso de que la empresa no requiera contar de auditoría externa, remitirán los estados financieros de los últimos tres años debidamente suscritos por el representante legal y el contador.

Además es necesario incluir análisis horizontales y verticales de los estados financieros; flujos de caja estimados considerando la cancelación de los vencimientos y el estudio de factibilidad considerando escenarios pesimistas, conservadores y optimistas. Los índices económico-financieros que al menos deben presentar las empresas son:

- *Capital de trabajo neto.*- este indicador permite conocer, en términos monetarios, la capacidad financiera de la empresa en el corto plazo y el nivel de cobertura del activo corriente con relación al pasivo corriente. También mide la cantidad de activos corrientes que han sido financiados con dinero a largo plazo.

Capital de trabajo neto: activo corriente- pasivo corriente

- *Liquidez:* también denominado relación corriente, este indicador mide la capacidad de pago que tiene una empresa en el corto plazo. Sirve para determinar la habilidad de una empresa para cubrir sus deudas inmediatas con sus activos inmediatos.

Índice corriente: activo corriente/pasivo corriente.

- *Prueba ácida:* revela la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones corrientes, pero sin contar con sus inventarios, es decir, básicamente con los saldos de efectivo, el producido de sus cuentas por cobrar, sus inversiones temporales y algún otro activo de fácil liquidación que pueda haber.

Prueba acida.- (activo corriente-inventario)/pasivo corriente

- *Coeficiente de rotación de inventarios:* es el número de veces que rota, circula o se utiliza el inventario en un período. Este índice se usa para determinar las necesidades de renovación de inventarios en una empresa y para determinar la velocidad con que los inventarios se venden. Facilita hacer previsiones y calcular el financiamiento.

Coeficiente de rotación de inventarios:

$$\text{costo de ventas} / [(\text{inv.inicial} + \text{inv.final}) / 2]$$

- *Índice o promedio de cobros:* es el número de días que la empresa se demora en recuperar las cuentas por cobrar. Este indicador sirve para determinar que tanto la política de ventas como la cobranza usada por el emisor.

Índice de cobros: cuentas por cobrar/ (ventas a crédito/360)

- *Rotación de cuentas por cobrar.-* esta relación nos indica el número de veces con que el volumen de las ventas anuales a crédito supera al promedio de cuentas pendiente de cobro. De esta forma se determina el número de veces que los saldos de clientes se han recuperado durante el ejercicio.

Rotación de cuentas por cobrar: ventas a crédito / promedio de cuentas
por cobrar.

Nivel de endeudamiento: es la capacidad que tiene la empresa para responder a sus obligaciones, determinándose el porcentaje de su patrimonio que está con los acreedores.

Nivel de endeudamiento.- total pasivo/ patrimonio neto

- *Solidez:* muestra la garantía que tienen los acreedores de una empresa al relacionar el monto total de las obligaciones con el total de los recursos de que dispone la empresa, demostrando su grado de solidez.

Solidez: total pasivo/ total activo

- *Índice patrimonial:* expresa la proporción de los activos que ha sido financiado con el patrimonio. Este indicador sirve para determinar la solvencia de la empresa.

Índice patrimonial: patrimonio/ activo total

- *Margen bruto de utilidades:* este indicador mide el porcentaje de las ventas que está disponible para cubrir los gastos, intereses, impuestos y rendimientos. El margen bruto sirve para determinar el porcentaje de ventas que representan utilidades antes de los gastos de la empresa emisora.

Margen bruto: utilidad bruta/ventas

- *Rendimiento sobre activo:* el rendimiento del activo total determina la eficiencia de la administración para generar utilidades con el activo total que dispone la organización, por lo tanto entre más altos sean los rendimientos sobre la inversión es más eficiente la organización.

Rendimiento sobre activos: utilidad neta/total de activos

- *Rendimiento sobre patrimonio:* este indicador muestra la relación de la ganancia que tuvo la compañía en el ejercicio frente al patrimonio. Es decir, representa la creación de valor por las operaciones con respecto a la inversión de riesgo de los inversionistas.

Rendimiento sobre patrimonio: utilidad neta/patrimonio

Siendo estos indicadores financieros los que muestra la información más importante del negocio y pudiendo incluirse cualquier otro que se considere relevante al momento de tomar una decisión. Para la aprobación de la empresa en la anotación del Revni, se tomará en cuenta estos indicadores, la proyección de sus estados así como el análisis técnico de las áreas involucradas y la recomendación que éstas den sobre los resultados. No existen parámetros mínimos solicitados en estos indicadores, sin embargo, se busca que la

información que se presente sea sustentada y que permita la continuidad de la operación de la empresa así como el pago del rendimiento ofrecido.

Para la inscripción en el Registro Especial de Valores no Inscritos de la Bolsa de Valores de títulos que sean de renta fija es necesario presentar los siguientes requisitos:

- Solicitud de anotación, suscrita por el representante legal de la empresa emisora.
- Nombramiento del representante legal.
- Copia de la escritura de constitución de la compañía y del último aumento de capital y reforma estatutaria, en el caso que no estén codificadas las reformas estatutarias se deberá adjuntar un detalle de las mismas.
- Copia del acta del órgano de la administración de la compañía autorizando la anotación de los valores y el compromiso por parte de la compañía de responder patrimonialmente con las obligaciones asumidas frente a los inversionistas.

- Copia del Registro Único de Contribuyentes y certificado vigente de cumplimiento de obligaciones y existencia legal del emisor otorgado por la Superintendencia de Compañías.
- Certificado vigente de cumplimiento de obligaciones con el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS).
- Reporte de un buró de crédito del emisor. Los créditos del emisor no podrán tener una calificación de la institución financiera otorgante del crédito inferior a la categoría B.
- Registro de firmas autorizadas.
- Copia del formato del valor a ser anotado, en el cual deberá constar la frase: “Valor anotado en el Revni”.
- Estados financieros del último año auditado por una firma de auditoría externa, cuando fuere aplicable con sus respectivas notas. También estados financieros cortados al mes anterior de la fecha de anotación.
- Memorando de inversión y 100 CD’s con su contenido.
- Última declaración del impuesto a la renta.

En el caso de valores de renta variable, será necesario que se presente la misma información descrita para valores de renta fija adicionando un informe de valoración de las acciones, elaborado por una casa de valores teniendo en cuenta procedimientos técnicos y aceptados.

Existen dos formas generales para determinar el valor de una acción, la primera es la valoración contable y la segunda es la valoración de las acciones considerando el valor del dinero en el tiempo.

- ***Valor nominal de las acciones.-*** Este método toma en cuenta únicamente la parte relativa al capital social de la empresa y no a todo el patrimonio de la misma. Es decir, no incorpora partidas como reservas, superávits y utilidades; y otros factores como el apalancamiento de la empresa, riesgo del negocio, planes de expansión y las perspectivas de la empresa.

Este método de valoración de acciones sirve únicamente para tener un dato referencial del valor que los accionistas han aportado nominalmente a la compañía y se recomienda su uso en empresas de reciente creación.

Por ejemplo,

Capital Social pagado = 100.000,00

Número de acciones = 100.000,00

Valor nominal por acción = capital pagado/ número de acciones;

$$100.000,00/ 100.000,00 = 1 \text{ dólar.}$$

- **Valor patrimonial de las acciones.-** Este método también contable, toma en cuenta todo el valor patrimonial de la empresa, que no significa más que la propiedad de los accionistas en un momento determinado.

Si bien este cálculo toma ya en consideración los resultados positivos y negativos que la empresa viene acumulando en el tiempo, no considera la estructura del balance, especialmente en cuanto a la calidad de sus activos y pasivos.

Por ejemplo,

Patrimonio = 230.000,00

Número de acciones = 100.000,00

Valor patrimonial por acción = patrimonio/ número de acciones;

$$230.000,00/ 100.000,00= 2,3 \text{ dólares.}$$

En general, el nivel de riesgo al que el inversionista está expuesto al comprar las acciones es superior a otros activos del mercado bursátil, es por ello

que demanda mayores tasas de retorno. La venta de acciones para una compañía es la fuente de financiamiento más cara, sin embargo, el riesgo de liquidez o solvencia es menor cuando una compañía se fondea con emisión de valores patrimoniales, es decir, acciones³⁴.

GRÁFICO 19

PROCESO PARA LA EMISIÓN DEL REVNI



Fuente: Bolsa de Valores de Quito.

Elaboración: Autora

³⁴ Guía del Inversionista Bursátil (2006). Quito-Ecuador, pág. 163.

3.3 ENTREGA DE INFORMACION DEL EMISOR.

El emisor de valores de renta variable anotados en el Revni, deberá remitir a la Bolsa de Valores información financiera e informar sobre aquellos hechos considerados como relevantes durante el plazo de vigencia de la anotación. En el caso de emisores de renta fija deberán entregar la información mencionada, durante el plazo de vigencia de la emisión, aunque este supere al plazo de la anotación del Revni. La información de los emisores se vuelve pública debido a las obligaciones que contraen con los inversionistas y es publicada por la Bolsa de Valores en un anuario que indica las empresas inscritas en el Mercado de Valores junto con sus resultados y principales indicadores financieros, la periodicidad con la que debe enviarse es semestral.

Se considera como relevante todo aquel hecho que por su importancia afecte a un emisor o a una empresa vinculada, de forma tal que influya o pueda influir en la decisión de invertir en valores emitidos por el o que pueda alterar el precio de sus valores en el mercado. Por lo que las entidades deberán divulgar la información en forma veraz, completa, suficiente y oportuna todo hecho o información relevante respecto de ellas, que pudiere afectar positiva o negativamente su situación actual.

3.4 ALCANCE DE LA ANOTACION, NOTIFICACION AL MERCADO Y RENOVACION DE LA EMISION.

La anotación en el Revni abarca a todos los títulos de una determinada clase, los mismos pueden ser ofertados por cualquier operador autorizado, durante los 180 días de vigencia de la anotación.

La Bolsa de Valores notificará al mercado a través de cualquier medio una vez cuente con la autorización debida de la emisión. El extracto de la publicación lo debe suscribir el Representante Legal de la empresa emisora y el Representante Legal de la Casa de Valores responsable de la anotación en donde se mencione:

- Razón social del emisor.
- Nombre de la Casa de Valores
- Número de resolución de la bolsa de Valores y fecha en la que se autoriza la anotación.
- Tipo y plazos del valor a negociarse.
- Fecha de inicio de la emisión
- Plazo de vigencia y fecha de vencimiento.

La Casa de Valores bajo ningún concepto será responsable ni asumirá los pagos que se generen por la emisión del Revni en caso de insolvencia del emisor. Para ello debe realizar un Flujo Estimado de Caja de la compañía que considere la

cancelación de los vencimientos de acuerdo a la modalidad ofrecida y complementarlo con un estudio de factibilidad.

En caso de que el emisor necesite tiempo de prórroga para la colocación de su valor en el mercado, debe presentarse una solicitud con 5 días de anticipación al vencimiento de la anotación ante el Directorio de la Bolsa de Valores, el cual aprueba y concede una extensión del tiempo de colocación por 180 días más.

3.5 COSTOS DE EMISION.

Para entender lo que una emisión de REVNI, en cuanto a costos, implica a su emisor se incluye el costo de la tasa anual que se pagará a los inversionistas y las comisiones que se pagan a la Casa de Valores y a la Bolsa de Valores por el proceso de estructuración y colocación considerando que el emisor asume el costo de estas comisiones por una sola vez. Es importante aclarar que los costos para la emisión del REVNI no tienen un parámetro fijo en cuanto a la comisión con la Casa de Valores, es así que cada emisor puede negociar con ésta los costos de estructuración tanto legal, financiera como de colocación.

Como referencia la comisión que una Casa de Valores cobra al emisor por la estructuración y colocación es del 1% respectivamente, sin que esto limite la posibilidad de que sea mayor el porcentaje que se fije. También se incurre en costos de publicaciones, prospectos y diseños de documentos físicos y CD's que contienen información de la emisión y que puede incurrir en un 0.01% incluido en

los costos de estructuración. Además existen pagos discrecionales como el costo de contratar un agente pagador en caso de que la empresa no pueda encargarse directamente del pago y el costo de desmaterialización³⁵ de los títulos a través de Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidaciones de Valores si el emisor prefiere brindar esta opción a sus inversionistas.

Actualmente en Ecuador existen dos entidades autorizadas por la Superintendencia de Compañías para realizar la compensación, liquidación y demás facultades atribuidas por la normativa vigente, estos son:

- Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A, constituido el 4 de Enero de 1994;
- Depósitos Centralizados de Valores del Banco Central del Ecuador, DCV-BCE, autorizado para su funcionamiento el 19 de Junio del 2009.

La opción de brindar la desmaterialización a los inversionistas presenta ciertas ventajas como son:

- Seguridad, ya que gracias al sistema se elimina los riesgos que implica el manejo de documentación física, disminuye la posibilidad de fraude o

³⁵ Consiste en sustituir valores físicos por “Anotaciones Electrónicas en Cuenta”. Estas anotaciones electrónicas en cuentas poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen valores físicos. Se lo hace a través de Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidaciones de Valores que son entidades facultadas para recibir en depósitos valores, encargarse de su custodia y conservación, brindar servicios de liquidación y registro de transferencias.

alteraciones en los valores, lo que genera mayor seguridad jurídica para el inversionista y el emisor. Además elimina la posibilidad de extravío o pérdida.

- Eficiencia, al eliminarse el manejo de documentos físicos, disminuye el tiempo para realizar el registro de los propietarios al contar con un sistema automatizado.
- Información, se tiene acceso a información en línea por lo que los inversionistas pueden acceder desde cualquier lugar a su usuario.
- Control, al manejar información veraz y actualizada permite controlar la situación del emisor y del inversionista.
- Costos, la reducción de costos asociados al diseño, la impresión, la elaboración, canje o reposición de la documentación física, entre otros es una de los elementos más atractivos de esta opción.

Adicionalmente dentro de los costos de colocación se incluye el costo del piso de bolsa del 0.09% que es la comisión obligatoria que cobran las Bolsas de Valores del país para la negociación de todo tipo de títulos. Esta comisión se plica siempre sobre el monto emitido y se paga una sola vez.

En el caso práctico que se revisará en el capítulo siguiente se referirá estos porcentajes y valores aplicados a la empresa comparándolos con un crédito bancario como opciones de financiamiento de esta Pyme que permitirá determinar la mejor opción para este ejemplo analizando todas las variables que se requieran para esta operación.

3.6 ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO REVNI Y EJEMPLOS DE EMISIONES EN EL PAÍS.

El Registro Especial de Valores no Inscritos es considerado como un mercado de aclimatación en el que se permite la inscripción de valores de las empresas que quieren probar el mercado y también ciertos valores que no están inscritos en el Mercado de Valores, a solicitud del tenedor. A través del Revni se facilitan los siguientes aspectos:

- La negociación bursátil de valores que estando en manos del sector público no están inscritos en Bolsa.
- El acercamiento de las Pymes al Mercado de Valores, permitiéndoles el acceso a nuevas fuentes de financiamiento en mejores condiciones dadas por plazo y tasas de interés.

Al considerar la alternativa de financiamiento del Revni para las pequeñas y medianas empresas es relevante que se considere las tradicionales fuentes de

financiamiento que también tienen para entender el gran impacto que tiene el financiamiento a través del mercado de valores.

De acuerdo a tesis realizada en Marzo del 2013, “Factores que Inciden para que las Pymes Dedicadas a la Elaboración de Productos Alimenticios Ubicadas en el Distrito Metropolitano de Quito no Coticen en el Mercado de Valores”, mediante información proporcionada por el Banco Central de Ecuador y la Corporación Financiera Nacional, se reflejó lo siguiente:

GRÁFICO 20

TASAS DE INTERÉS POR SEGMENTOS

Segmento sector privado	Tasa de interés referencial del BCE	Segmento de la Corporación Financiera Nacional	Tasa de interés
Corporativo	8.17%	Corporativo	7.10%
Empresarial	9.53%	Empresarial	8.40%
Pymes	11.20%	Pymes	9.82%

Fuente: Banco Central del Ecuador y Corporación Nacional de Fomento, 2012.

Elaboración: Ana Karina Egas

En donde se puede determinar que las tasas de interés para las Pymes son las más altas debido a que mientras más riesgo existe en el crédito que se conceda mayor rentabilidad generará esta operación a la entidad otorgadora de los fondos compensando las posibles pérdidas que se generen en la recuperación o los mayores esfuerzos que deban realizarse para el cobro.

En este mismo estudio se indican rangos para los montos de crédito concedidos, definiéndolos de la siguiente manera:

GRÁFICO 21
RANGOS PARA LOS TIPOS DE CRÉDITO

Tipo de crédito	Rangos	
Microcrédito	\$ -	\$ 20,000.00
Productivo Pymes	\$ 20,001.00	\$ 200,000.00
Productivo Empresarial	\$ 200,001.00	\$ 1,000,000.00
Productivo Corporativo	\$ 100,001.00	...

Fuente: Banco Central del Ecuador, 2012.

Elaboración: Ana Karina Egas

Es decir, una Pyme podría acceder a un crédito de hasta USD 200.000,00 como límite para cubrir las necesidades que tenga como empresa (compra de activos, reestructuración de pasivo o capital de trabajo), por lo que podría considerarse como insuficiente y obligaría a la Pyme a buscar otras fuentes de financiamiento que completen las necesidades de recursos.

De acuerdo a una encuesta realizada a empresas ecuatorianas en el 2012, el 19% de ellas ha obtenido créditos menores a USD 20.000,00 (microcréditos), el 16% obtuvo créditos de USD 20.001,00 a 200.000,00 (productivo Pymes), el 23% obtiene créditos de USD 200.001,00 a 1'000.000,00 (productivo empresarial), apenas el 2% ha tenido créditos mayores a USD 1'000.000,00 (productivo corporativo) y finalmente el 26% no ha realizado ningún trámite para obtener un

crédito. Lo cual refleja los limitados montos a los que acceden las empresas ecuatorianas, siendo recursos que complican la operación y resultan insuficientes.

Otra de las limitantes que implica un financiamiento a través de la banca es las garantías que se exigen para respaldar la operación, ya que se exige una cobertura mínima del 140% en lo que a la banca privada se refiere. En cuanto a la banca pública existe una garantía solicitada de 125% como mínimo.

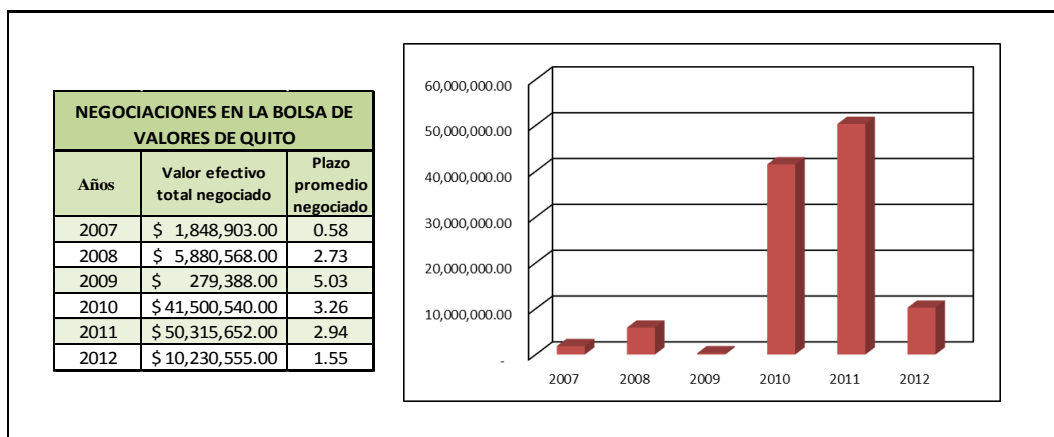
La anotación en el Registro Especial de Valores no Inscritos presenta la posibilidad a las pequeñas y medianas empresas la opción de emitir hasta el 80% de sus activos libres de gravamen que de acuerdo a la estratificación de empresas realizada por la CAPEIPI, las empresas pequeñas tienen un monto máximo de activos valorados en USD 750.000,00 y las medianas empresas tienen activos valorados de hasta USD 4'000.000,00. Por lo que considerando el 80% que se tiene como límite para la emisión de Revni y además que este valor no exceda los USD 3'000.000,00; podría decirse que las empresas pequeñas tienen la posibilidad de emitir hasta USD 600.000,00 y las empresas medianas hasta USD 3'200.000,00 cuyo valor quedaría en un monto de USD 3'000.000,00 por ser el máximo permitido. Todo esto considerando que sus activos son libres de cualquier gravamen. A pesar de ello, los montos de financiamiento a través del Revni son mayores que los otorgados por la banca.

La opción de la emisión del Revni viene siendo usada a través de los años, permitiendo que se incorporen más y más empresas del país a esta alternativa de

financiamiento que presenta el mercado de valores, logrando que la emisión tanto en montos como en rendimiento y plazos venga mejorando con el paso del tiempo y las condiciones del mercado.

El mercado de valores Revni, ha tenido un crecimiento muy importante en los años 2010 y 2011. Para el 2012 ha presentado una disminución, es así que en el año 2012 se negociaron USD 10.23 millones, lo que representó una disminución del 80%, comparados con los USD 50.32 millones negociados en el 2011. Antes del 2010 los montos negociados fueron muy inferiores, siendo el del 2008 el de mayores montos negociaciones alcanzando un valor de USD 5.88 millones mientras que el 2009 fue el montos más bajos con apenas USD 279 mil. El plazo promedio ponderado presentado en el año 2012 fue de 1.55 años, inferior al promedio registrado en el 2011 de 2.94 años.³⁶

GRÁFICO 22
EMISIONES DE REVNI POR AÑOS Y MONTOS



Fuente y elaboración: Bolsa de Valores de Quito, 2012.

Para el año 2010, se realizaron emisiones de Revnis de algunas empresas consideradas como pequeñas y medianas por las ventas anuales que realizan, algunos de los ejemplos fueron:

³⁶ BOLETIN MENSUAL “REVNI”, BOLSA DE VALORES DE QUITO, Febrero 2013.

- **LUTROL S.A INTERACTIVE**, empresa que por el concepto de ventas totales anuales en el 2009 generó un valor de USD 3.9 millones. Hoy en día se encuentra dedicada al servicio en telecomunicaciones buscando generar eficiencia y calidad en su gestión.

La emisión del Revni realizada por esta empresa fue con pagarés en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como fecha de inicio de la negociación 17 de Mayo del 2010. Realizó una emisión de USD 500.000,00 a un plazo de 360 días con una tasa fija del 9.25%. Su presidente, Luis BurBourgeat, comenta la experiencia “se colocó la emisión total en una semana, antes de que salgan los papeles ya estaba pre-vendido.”³⁷ También indica que el éxito de este proceso se debe a la confianza de los clientes en la empresa.

- **ENERGYPLAM CIA LTDA**, empresa que por el concepto de ventas totales anuales en el 2009 generó un valor de USD 2.8 millones con proyecciones de venta de hasta USD 3.3 millones. Hoy en día comercializa equipos electrónicos industriales y brinda el servicio de mantenimiento y reparación.

La emisión de Revni realizada por esta empresa fue con pagarés en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como fecha de inicio el 30 de Diciembre

³⁷ http://www.elcomercio.com/negocios/mediana-empresa-financia-Bolsa_0_322767919.html, “La mediana empresa se financia en el mercado de valores”.

del 2010. Realizó una emisión de USD 900.000,00 a un plazo de 720 días con una tasa fija de 9,75%.

- **CONSULTORA AMBIENTAL ECOSAMBITO CIA LTDA,** empresa que por el concepto de ventas anuales en el 2009 generó un valor de USD 1.7 millones. Hoy en día se dedica a la consultoría ambiental, demostrando como llegar a ser líderes en servicios ambientales apostando a la sostenibilidad, bajo un enfoque integral que armoniza la rentabilidad con lo social, económico y ambiental.

La emisión de Revni realizada por Ecosambito fue con pagarés en la Bolsa de Valores de Guayaquil, teniendo como fecha de emisión el 16 de Junio del 2010. Realizó una emisión de USD 800.000,00 a un plazo de 376 días y un rendimiento fijo del 8%. Esta empresa para conocimiento de los inversionistas transparentó su balance financiero de los últimos tres años. Según las cifras publicadas, la utilidad neta de esta firma pasó de USD 122.000,00 en el 2007, a USD 592.000,00 en el 2009.

El destino de los recursos obtenidos mediante esta emisión sería usado en capital de trabajo de la empresa, pues en ese año fue calificada para un proyecto en la Antártida³⁸.

³⁸ Ibídem.

Para el año 2011, el número de emisores anotados en el Revni bajaron sin embargo el valor de las emisiones fue mayor en casi USD 10 millones generando un claro crecimiento del mercado de valores, algunos de los ejemplos fueron los siguientes:

- **DIAMOND ROSES SA,** empresa que por el concepto de ventas el año 2010 generó un valor de USD 1.3 millones y que al momento de la opción tenía proyecciones de venta de hasta USD 1.7 millones. Hoy en día se dedica a la producción y comercialización de rosas hacia el exterior.

La emisión del Revni realizada por Diamond Roses fue con pagarés en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como fecha de emisión el 10 de Octubre del 2011. Realizo una emisión de USD 400.000,00 a un plazo de 540 días con una tasa fija de rendimiento del 10%. La emisión se dividió en dos series, la primera (A) contiene 50 pagarés de USD 1.000,00 y la segunda (B) contiene 70 pagarés de USD 5.000,00 cada uno. El pago de capital e intereses fue trimestral a partir de los 270 días. Los recursos se destinarían a la reprogramación de pasivos.

- **H&N HUEVOS NATURALES DEL ECUADOR S.A,** empresa ambateña que por el concepto de ventas el año 2010 generó un valor de USD 3.8 millones y que al momento de la emisión tenía proyecciones de venta de hasta USD 5.2 millones. Hoy en día se dedica a la comercialización de huevos.

La emisión del Revni fue realizada con pagarés en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como una fecha de emisión el 9 de Noviembre del 2011. Realizó una emisión de USD 1'000.000,00 a un plazo de 1800 días con una tasa fija de rendimiento del 9%. Se emitieron 20 pagarés de USD 50.000,00 cada uno. El capital se amortiza trimestralmente a partir de los 360 días

Los recursos serían destinados a la reprogramación de los pasivos y al capital de trabajo.

- **LA LINEA MODERNA LINEMOD CIA LTDA,** empresa guayaquileña que por el concepto de ventas en el año 2010 generó un valor de USD 567 mil. Con proyecciones de venta el momento de la emisión de hasta USD 570 mil. Hoy en día se dedica a la importación y fabricación de muebles ya accesorios de alta calidad con finos acabados.

La misión del Revni de Linemod fue realizada con pagarés en la Bolsa de Valores de Guayaquil, teniendo como fecha de emisión el 12 de Octubre del 2011. Realizo una emisión de USD 250.000,00 a un plazo de 1080 días con una tasa fija de rendimiento del 8%. Se emitieron títulos de USD 1.000,00, el pago de intereses es trimestral y la amortización de capital es anual. Los fondos que se recibieron de esta emisión fueron destinados para el capital de trabajo de la empresa.

Para el año 2012, las emisiones de Revnis disminuyeron significativamente alcanzado una diferencia de USD 40 millones menos comparados con el año anterior. Sin embargo, la gran mayoría de las empresas emisoras fueron Pymes de acuerdo al monto de sus ventas. Algunos de los ejemplos fueron:

- **PAPPIZEC S.A.**, empresa quiteña que por el concepto de ventas en el año 2011 generó un valor de USD 4 millones con proyecciones de venta el momento de la emisión de hasta USD 5 millones. Hoy en día se dedica a la elaboración y comercialización de la pizza Papa Johns a nivel nacional contando con más de 10 locales.

La emisión del Revni de Pappizec fue realizada con pagares en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como fecha de emisión el 31 de Octubre del 2012. Realizó una emisión de USD 600.000,00 a un plazo de 540 días con una tasa de rendimiento fija del 9.25%. Se emitió dos series con dos clases de títulos valores de USD 1.000,00 y USD 5.000,00. El pago de intereses se realizará de forma mensual, con amortizaciones de capital de forma trimestral. La emisión tendrá un costo de USD 27.656,82.

- **NOVAFOOD S.A NFSA**, empresa quiteña que por el concepto de ventas en el año 2012 generó un valor de USD 2.6 millones con proyecciones de ventas de

hasta USD 4.6 millones. Hoy en día se dedica a la importación, comercialización y exportación de productos alimenticios y agrícolas.

La emisión del Revni de Novafood fue realizada con pagarés en la Bolsa de Valores de Quito, teniendo como fecha de emisión del 9 de Marzo del 2012. Siendo esta su segunda emisión de Revnis en el mercado de valores. Esta emisión fue realizada por un valor de USD 500.000,00 a un plazo de 540 días con una tasa de rendimiento fija de 8,5%. Se emitieron títulos por un valor de USD 5.000,00, pagándose los intereses trimestralmente y el capital se amortizará al vencimiento. Los fondos captados se utilizarían de la siguiente manera: el 50% para reestructuración de pasivos y el 50% para capital de trabajo de la empresa.

- **LOTEPEC SA**, empresa guayaquileña que por el concepto de ventas en el año 2012 generó un valor de USD 800 mil con proyecciones de ventas el momento de su emisión de hasta USD 900 mil. Hoy en día se dedica a al desarrollo y promoción de proyectos inmobiliarios.

La emisión del Renvi de esta empresa fue realizada con pagarés en la Bolsa de Valores de Guayaquil, teniendo como fecha de emisión el 6 de Enero del 2012. La emisión fue realizada por USD 3'000.000,00 a un plazo de 367 días con una tasa fija de rendimiento de 8,50%.

Los ejemplos expuestos en cada año fueron considerados dentro del grupo de pequeñas y medianas empresas por el valor generado en sus ventas anuales el momento en que inscribieron para la emisión, considerando que corresponden a este segmento las empresas que generan ingresos desde USD 100.000,00 hasta USD 5'000.000,00.

Se pudo identificar claramente las diferentes opciones que el Registro Especial de Valores No Inscritos presenta a sus emisores ya sea en el pago de intereses como en la amortización de capital. Encontrando pagos en el primer caso mensuales, trimestrales o después de un periodo determinado de tiempo, al igual que en el pago de capital opciones trimestrales, así como al vencimiento de la operación. Esto le permite al emisor acomodar sus pagos de acuerdo a los flujos previstos y las condiciones que maneje. Los ejemplos presentados son principalmente empresas ubicadas en Quito y Guayaquil, sin que esto limite la participación de todas las empresas a nivel nacional en esta opción.

Además se evidencia que mediante este mecanismo las empresas acceden a valores de financiamiento atractivos que les permiten principalmente la reestructuración de pasivos y el capital de trabajo. La mayoría de las empresas que han emitido tienen una buena experiencia y han podido colocar la totalidad de la emisión es por ello que incluso realizan una segunda emisión aprovechando la buena acogida en el mercado. En el 2008 ASOCAVAL realizó un estudio en donde demuestra que en el país sí existen empresas que ven al mercado de capitales como

una opción de financiamiento a la podrían acceder, considerando que el mercado de capitales ofrece mejores tasas que cualquier otra fuente de financiamiento.

GRÁFICO 23

CUADRO CON CARACTERÍSTICAS DE EMPRESAS EMISORAS

Revni - 2010				
<i>Empresa</i>	<i>Ventas</i>	<i>Valor emisión</i>	<i>Tasa</i>	<i>Plazo</i>
LUTROL S.A INTERACTIVE	3,900,000.00	500,000.00	9.25%	360
ENERGYPLAM CIA LTDA	2,800,000.00	900,000.00	9.75%	720
CONSULTORA AMBIENTAL ECOSAMBITO CIA LTDA	1,700,000.00	800,000.00	8.00%	376
Revni - 2011				
<i>Empresa</i>	<i>Ventas</i>	<i>Valor emisión</i>	<i>Tasa</i>	<i>Plazo</i>
DIAMOND ROSES SA	1,300,000.00	400,000.00	10.00%	540
H&N HUEVOS NATURALES DEL ECUADOR S.A.	3,800,000.00	1,000,000.00	9.00%	1800
LA LINEA MODERNA LINEMOD CIA LTDA	567,000.00	250,000.00	8.00%	1080
Revni - 2012				
<i>Empresa</i>	<i>Ventas</i>	<i>Valor emisión</i>	<i>Tasa</i>	<i>Plazo</i>
PAPPIZEC S.A	4,000,000.00	600,000.00	9.25%	540
NOVAFOOD S.A NFSA	2,600,000.00	500,000.00	8.50%	540
LOTEPEC SA	800,000.00	3,000,000.00	8.50%	367

Fuente y elaboración: Bolsa de Valores de Quito, 2010-2012.

3.7 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA EMISIÓN DE REVNIS.

Cuando una empresa toma la decisión de optar por una opción de financiamiento a través del mercado de valores la motivación está dada por la alta rentabilidad que se genera, los bajos costos en los que incurre, la seguridad y la confianza que genera en el mercado, la opción de poder reestructurar sus pasivos y obtener financiamiento a largo plazo, además de ser una puerta para emprender nuevos negocios y generar nuevas relaciones que beneficie al negocio³⁹.

³⁹ ASOCAVAL, BVQ, "Diagnostico y recomendaciones al mercado de capitales". Quito, 2008.

El Registro Especial de Valores no Inscritos ofrece a las empresas emisoras un mecanismo más ágil, económico y eficiente para el fondeo de recursos necesitados.⁴⁰ Además ofrece la posibilidad al emisor de amortizar el capital y el pago de intereses de acuerdo a las necesidades que la empresa presente y los flujos que se tengan previstos, permitiéndole disponer de estos recursos e irlos cancelando conforme se vayan realizando los vencimientos. Esto permite generar un “producto” que calce con las condiciones y la situación que tiene la empresa, en donde por ejemplo, el pago de intereses será más conveniente hacerlo mensualmente o trimestralmente y de igual forma la amortización del capital puede ser al vencimiento o a partir del primer año.

Por otro lado el Revni frente a otras opciones del mismo mercado de valores sigue generando ventajas ya que no necesita el pago de cuotas de inscripción y/o mantenimiento y tampoco exige una calificación de riesgo de la empresa emisora por lo que genera ahorro al no obligar a incurrir en este costo.

Para la Bolsa de Valores de Quito las principales ventajas son que genera un ambiente de confianza, genera acceso a montos de financiamiento más atractivos que la banca tradicional a costos más convenientes, existe facilidad para ingresar y salir del mercado, estimula el ahorro y la inversión, provee de un financiamiento a corto, mediano y largo plazo. Además es un producto fácil, rápido y no complicado.

⁴⁰ <http://www.mmztest.com/#/Revnis-y-titularizacion/4550582634>, “REVNIS”.

Quizás una de las ventajas más relevantes del Revni es el acceso de las empresas a montos de financiamientos atractivos y superiores a los que podrían conseguirse mediante el financiamiento de la banca tradicional, pues como se indica en páginas anteriores, al tratarse de una pequeña y mediana empresa los montos tienen límites y resultan insuficientes frente a las necesidades que tienen. Lo cual les permite reestructurar el pasivo y generar capital de trabajo para continuar con la operación de la empresa y el crecimiento de la misma.

El Revni les permite a las empresas emisoras establecer un buen sistema de gobierno corporativo⁴¹ pues al incursionar en el mercado de valores es necesario que se transparente la información y operaciones asegurando el cumplimiento de sus metas, mejorando los márgenes de ganancia y generando rentabilidad, además de ir asegurando una correcta administración de la empresa.

La ventaja más significativa desde el punto de vista del inversionista son las atractivas tasas de rendimiento que ofrecen este tipo de productos, generando confianza en el mercado y teniendo una alta demanda.

La principal desventaja que tiene el Revni es que es un mecanismo que necesita garantías, por lo que es necesario que la empresa emisora disponga de activos libres de gravamen para que puedan respaldar la emisión. En páginas

⁴¹ Conjunto de principios y normas de actuación que guía la forma de hacer negocios de la empresa y sus relaciones con los distintos grupos de interés.

anteriores se hizo referencia a una estratificación realizada por la CAPEIPI en donde contemplaba los valores que las pequeñas y medianas empresas poseen como activos, sin embargo, esta es una limitante ya que no todas las empresas cuentan con este activo disponible.

El Registro Especial de Valores no Inscritos es una opción que tienen las empresas para acceder a financiamiento, sin embargo los requisitos en cuanto a información requerida pueden ser otra limitante en la incursión en el mercado de valores a través de este mecanismo ya que algunas de las pequeñas y medianas empresas no poseen la estructura y en algunos casos el personal capacitado adecuado para generar esta información, además existe el temor de transparentar la información y permitir que sea pública.

Otra desventaja que podría considerarse en el Revni es la necesidad de contar con un canal de pagos pues no todas las empresas manejan estructuras bancarias que les permitan realizar estos desembolsos por lo que se vuelve necesario que se contrate el servicio con terceros y esto implica un costo adicional que puede complicar la toma de decisiones ya que además de recursos implica personal que maneje y entregue información a tiempo.

Una de las desventajas que presenta el Revni desde el punto de vista del inversionista es que al no requerir calificación de riesgo limita el conocimiento del posible riesgo que éste está asumiendo al invertir en este título valor, sin embargo la información financiera, legal y económica de la empresa es un requisito al igual

que estados financieros proyectados para la aprobación de la anotación y además se compensa con una garantía que el emisor debe presentar para respaldar la emisión.

3.8 CASO PRÁCTICO.

El objetivo del caso práctico es ver la ejecución de todo lo expuesto en el desarrollo de esta tesis, reflejando la necesidad de capital de trabajo de la empresa en estudio por lo que se presentan las opciones de adquirir un crédito bancario o la alternativa de la emisión del REVNI para conseguir estos fondos y con ello continuar con la instrumentación de la anotación.

La empresa elegida para el caso práctico brinda asesoría y consultoría en los campos económico, jurídico, financiero y comercial, en donde su principal producto es la gestión de cartera automotriz multi-marca a nivel nacional, principalmente de la marca General Motors. Fue constituida en el 2004 en la ciudad de Quito y en el año 2009 fue refundada por un grupo de empresarios ecuatorianos con una sólida y larga experiencia en el campo automotriz. Actualmente es una de las dos principales empresas del país dentro de la compra, venta y gestión de este tipo de cartera.

Esta empresa optaría por la emisión de USD 4'000.000,00 en pagarés a la orden con valores nominales de USD 5.000,00 cada uno. Lo realizaría en tres series con plazos y rendimientos diferentes que se verán desarrollados en el transcurso de este caso práctico. Además elegiría una forma de pagos de intereses trimestrales y

del capital al vencimiento del pagaré con la condición de que se presente el título original para que se proceda al pago.

La experiencia que puede tener esta empresa, mediante la elección de este mecanismo, es satisfactoria ya que la obtención de liquidez mediante la venta de los pagarés podría ser inmediata y la estructuración del pago de los intereses trimestralmente así como del capital al vencimiento le permitiría cumplir con los plazos acordados sentando un excelente precedente en el mercado y además generando oportunidades para futuras opciones de financiamiento con otros instrumentos financieros a través de la Bolsa de Valores.

3.8.1 Alternativas de financiamiento.

Una vez que la empresa percibe la necesidad de crecer en un mercado tan competitivo y reducido como es el automotriz, se determinan mecanismos que aseguren la originación de cartera y permitan el posicionamiento de la empresa en los concesionarios con los que trabaja, para ello se determina una necesidad de aproximadamente USD 4'000.000,00 con lo que se generarían anticipos para los concesionarios estratégicos y además pagos de la cartera comprada en plazos menores que los que se venía manejando. Considerando este monto, se analizan dos opciones de financiamiento que les permita continuar con las actuales operaciones y generar un crecimiento sostenido de la empresa.

Las opciones que se presentan son un préstamo bancario y la alternativa de títulos valores a través del REVNI, al ser la empresa del caso práctico una empresa perteneciente al grupo de pequeñas y medianas empresas tendría una tasa de interés bancaria del 11.20%⁴², con rangos de crédito productivo Pyme que van desde USD 20.000,00 hasta USD 200.000,00, es decir existiría un monto descubierto de USD 3'800.000,00 que no alcanzaría a financiar la Pyme con esta opción. Además se debe considerar que el plazo del crédito es otro limite que presenta esta opción, ya para capital de trabajo, el plazo de pago es de hasta 18 meses máximo. Sin embargo, para fines del ejemplo y con el afán de demostrar la mejor opción, se asume que efectivamente la empresa tiene acceso a un préstamo bancario de USD 4'000.000,00, considerando que también debe tomarse en cuenta la garantía que debe presentarse por esta operación; la misma que debería estar entre un 130% a un 145% del valor solicitado, porcentaje sumamente alto en el que se podría involucrar incluso los activos de los accionistas como colateral si la empresa no cuenta con lo necesario. Opción que no es factible. El proceso de instrumentación tomaría cerca de dos meses.

La siguiente opción que se plantea es la emisión de títulos valores a través del Revni, tomando en cuenta que esta alternativa considera un costo de estructuración y colación para la emisión de pagarés del 1.50%

⁴² [<http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>],
Tasas de interés.

aproximadamente sobre el valor emitido y el pago se lo realiza una sola vez a la Casa de Valores y Bolsa de Valores. Además debe considerarse que la tasa de interés que se fije para esta emisión es de al menos el 8.50% de acuerdo a la recomendación realizada por la Casa de Valores, según la experiencia que tiene y lo que sucede en el mercado bursátil ecuatoriano. También es necesario presentar una garantía que debe entregar la empresa para respaldar esta emisión buscando asegurar el valor emitido en pagarés. Finalmente se considera que puede emitirse hasta un 80% de los activos libres de gravamen y el tiempo estimado para la ejecución de esta alternativa es de 6 semanas.

Para el préstamo bancario se considera la siguiente tabla de amortización:

TABLA 1
TABLA DE AMORTIZACIÓN DE PRÉSTAMO BANCARIO

No.	VENCIMIENTO	SALDO	INTERES	PRINCIPAL	DIVIDENDO
0		4,000,000.00			
1	Enero	3,850,530.34	37,333.33	149,469.66	186,802.99
2	Febrero	3,699,665.64	35,938.28	150,864.71	186,802.99
3	Marzo	3,547,392.86	34,530.21	152,272.78	186,802.99
4	Abril	3,393,698.87	33,109.00	153,693.99	186,802.99
5	Mayo	3,238,570.40	31,674.52	155,128.47	186,802.99
6	Junio	3,081,994.07	30,226.66	156,576.33	186,802.99
7	Julio	2,923,956.36	28,765.28	158,037.71	186,802.99
8	Agosto	2,764,443.63	27,290.26	159,512.73	186,802.99
9	Septiembre	2,603,442.11	25,801.47	161,001.52	186,802.99
10	Octubre	2,440,937.92	24,298.79	162,504.20	186,802.99
11	Noviembre	2,276,917.01	22,782.09	164,020.90	186,802.99
12	Diciembre	2,111,365.25	21,251.23	165,551.76	186,802.99
13	Enero	1,944,268.34	19,706.08	167,096.91	186,802.99
14	Febrero	1,775,611.85	18,146.50	168,656.49	186,802.99
15	Marzo	1,605,381.24	16,572.38	170,230.61	186,802.99
16	Abril	1,433,561.81	14,983.56	171,819.43	186,802.99
17	Mayo	1,260,138.73	13,379.91	173,423.08	186,802.99
18	Junio	1,085,097.03	11,761.29	175,041.69	186,802.99
19	Julio	908,421.62	10,127.57	176,675.42	186,802.99
20	Agosto	730,097.23	8,478.60	178,324.39	186,802.99
21	Septiembre	550,108.48	6,814.24	179,988.75	186,802.99
22	Octubre	368,439.84	5,134.35	181,668.64	186,802.99
23	Noviembre	185,075.62	3,438.77	183,364.22	186,802.99
24	Diciembre	0.00	1,727.37	185,075.62	186,802.99
			483,271.75	4,000,000.00	

Fuente y elaboración: Autora

Mediante esta tabla de amortización se puede apreciar que si la empresa decide buscar financiamiento a través de un préstamo bancario a un plazo de dos años terminaría pagando USD 483.271,75 por el concepto de intereses que corresponde al 11.20% de tasa nominal y una tasa efectiva del 11,79%, con un dividendo mensual de USD 186.802,99. Esta opción calcula intereses sobre el capital que se va amortizando conforme se realizan los pagos de los dividendos.

Además se debe considerar que es necesario presentar la hipoteca de un bien inmueble como garantía de la operación que esté avaluado en por lo menos USD 5'800.000,00 lo que significa una cobertura del 145%. Éste debe contar con una póliza de seguros endosada a favor del Banco, la tasa para este tipo de póliza que sería una de Incendio y Aliadas es del 2.1 x 1.000, lo que significa un valor adicional de USD 12.180,00. También se incurre en costos de avalúo del bien inmueble que dependiendo del monto podría ser de USD 1.400,00; los gastos para la constitución de la hipoteca que están en alrededor de USD 1.500,00 y los gastos de reconocimiento de firmas por USD 10.68.

El total de todos estos rubros sería de USD 15.090,68 y si a este valor se le suma los intereses que se pagan a lo largo de la operación por USD 483.271,75, el costo de financiamiento total de esta opción es de USD 498.362,43. Esto significa el 12.46% sobre los USD 4'000.000,00.

Para que esta opción sea comparable y se pueda tomar una decisión acertada, se usa el cálculo del valor presente con los flujos del interés teniendo como resultado USD 445.899,85 a esto sumamos los demás costos como el valor del seguro, el valor del avalúo del bien, entre otros, teniendo como valor final el siguiente:

TABLA 2
COSTO FINANCIERO DEL PRESTAMO BANCARIO A VALOR
PRESENTE

VNA=	445,899.85
Seguro=	12,180.00
Avalúo=	1,400.00
Constitucion de hipoteca=	1,500.00
Reconocimiento firmas=	10.68
Valor total=	460,990.53

Fuente y elaboración: Autora

La siguiente opción a considerar es la emisión de pagarés a la orden a través del mecanismo Revni que generen una renta fija y que contengan ciertas características como fechas, lugares de suscripción, firmas de suscriptor que permitan el control y la validación de la documentación. Esta alternativa plantea los siguientes costos considerando un tiempo de duración de 2 años:

TABLA 3
COSTOS DE ESTRUCTURACIÓN Y COLOCACIÓN PARA LA
EMISIÓN DE REVNIS

DESCRIPCION	MONTO SOBRE EL CUAL SE REALIZA EL CALCULO	PORCENTAJE	COMISION
Estructuración Financiera	\$ 4,000,000.00	0.30%	\$ 12,000.00
Comisión Bolsa de Valores	\$ 4,000,000.00	0.10%	\$ 4,000.00
Comisión por colocación emisión negociada por la Casa de Valores	\$ 4,000,000.00	1.00%	\$ 40,000.00
Impresion CD Memorando de Inversión			\$ 500.00
Emisión de Pagares			\$ 500.00
Total			\$57,000.00

Fuente: Casa de Valores - caso práctico.

Elaboración: Autora.

Lo cual corresponde al 1.43% sobre el valor total de la emisión que sería de USD 4'000.000,00. La composición sugerida para esta anotación es la siguiente:

TABLA 4
COMPOSICIÓN DE LOS VALORES A ANOTARSE

Monto total	\$ 4,000,000.00		
SERIE	SERIE A	SERIE B	SERIE C
<i>Plazo</i>	<i>367 días</i>	<i>400 días</i>	<i>720 días</i>
Monto	\$ 2,000,000.00	\$ 1,000,000.00	\$ 1,000,000.00
Valor nominal de cada título	USD5.000	USD5.000	USD5.000
Número de títulos	400	200	200
Forma de pago del capital	Al vencimiento	Al vencimiento	Al vencimiento
Forma de pago del interés	Cada 90 días. El último que se pagará al vencimiento	Cada 90 días. El último que se pagará al vencimiento	Cada 90 días.
Tasa de interés	8.5% fija por año	8.5% fija por año	9.0% fija por año

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico

Con esta composición los pagos que realizaría la empresa por el concepto de rendimiento en el plazo de dos años sería de:

TABLA 5
PAGO DE RENDIMIENTO Y TASA PONDERADA

Series	Montos por serie	Tasas	Rendimientos	Composición	Tasa promedio ponderada
A	\$ 2,000,000.00	8.50%	\$ 173,305.56	39%	3.29%
B	\$ 1,000,000.00	8.50%	\$ 94,444.44	21%	1.79%
C	\$ 1,000,000.00	9.00%	\$ 180,000.00	40%	3.62%
TOTAL	\$ 4,000,000.00		\$ 447,750.00	100%	8.70%

Fuente y elaboración: Autora

Lo que significa que la empresa paga un 8.70% como tasa promedio ponderada por el concepto de rendimiento, siendo este un valor de USD 447.750,00 que si se compara con los USD 483.271,75 que corresponden al interés del préstamo bancario existe un ahorro de USD 35.521, 75 y la tabla de amortización del capital y el interés del Revni sería:

TABLA 6
AMORTIZACIÓN CAPITAL E INTERÉS REVNI

Dividendos	Días a la vista	Capital	Interés	Amortización	Pagos
0	0	\$4,000,000.00			
1	90	\$4,000,000.00	\$ 86,250.00	\$ -	\$ 86,250.00
2	180	\$4,000,000.00	\$ 86,250.00	\$ -	\$ 86,250.00
3	270	\$4,000,000.00	\$ 86,250.00	\$ -	\$ 86,250.00
4	360	\$4,000,000.00	\$ 43,750.00	\$ -	\$ 43,750.00
5	367	\$4,000,000.00	\$ 45,805.56	\$2,000,000.00	\$ 2,045,805.56
6	400	\$2,000,000.00	\$ 9,444.44	\$1,000,000.00	\$ 1,009,444.44
7	450	\$1,000,000.00	\$ 22,500.00	\$ -	\$ 22,500.00
8	540	\$1,000,000.00	\$ 22,500.00	\$ -	\$ 22,500.00
9	630	\$1,000,000.00	\$ 22,500.00	\$ -	\$ 22,500.00
10	720	\$1,000,000.00	\$ 22,500.00	\$1,000,000.00	\$ 1,022,500.00

Fuente y elaboración: Autora

El siguiente punto que debe analizarse es el monto máximo que podría emitirse de acuerdo al detalle de activos libres de gravamen que posee la empresa mediante el cálculo se determina que el valor libre de gravamen de sus activos es de USD 6'294.765,79.

TABLA 7
CÁLCULO DE ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN

ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN	
	31-DIC
Activos totales	\$ 10,205,915.00
<i>Activos gravados</i>	\$ 2,078,011.90
Cartera	\$ -
Edificios	\$ -
Vehiculos	\$ -
Activos diferidos	\$ 259,445.86
Activos en litigios	\$ -
Total de Activos gravados	\$ 2,337,457.76
<i>Activos libres de gravamen</i>	\$ 7,868,457.24
80% de activos libres de gravamen	\$ 6,294,765.79

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico

Con lo cual estaría cubierto el valor requerido de USD 4'000.000,00. El siguiente requisito a analizarse sería la garantía que se usaría para esta anotación. La empresa respaldaría esta emisión con una garantía general, es decir, entregaría cartera por el valor emitido. El monto de la emisión no excede el 80% del total de activos libres de gravamen, relación que se mantendrá hasta la total rendición de los títulos. También contaría con una garantía específica que sería la de un Fideicomiso en Garantía, en donde el constituyente es la empresa y los beneficiarios son los inversionistas tenedores de los pagarés emitidos, es decir, serán los

beneficiarios de un Fideicomiso que tenga cartera bajo su propiedad ya que la empresa constituyente aportará cartera automotriz que adquiera de los concesionarios y que permita garantizar la cancelación de los pagarés Revni.

Considerando estos factores analizados, el costo de la emisión del Revni sería la suma de USD 483.271,75 y el costo de estructuración y colocación que es de USD 57.000,00 con un total de USD 504.750,00 que equivale al 12,62% sobre el valor de la emisión, con un exceso frente al préstamo bancario de USD 6.387,57 que corresponde al 0.16%.

De la misma manera que se procedió en la primera opción, traemos a valor presente los flujos del interés y sumamos los costos adicionales para que se puedan comparar las dos opciones.

TABLA 8
COSTO FINANCIERO DE LA EMISION DEL REVNI A VALOR
PRESENTE

VNA=	412,440.57
Estructuración y colocación=	57,000.00
Valor total=	469,440.57

Fuente y elaboración: Autora

Una vez que se tiene el valor presente de los costos financieros de las dos opciones, se puede establecer que existe una diferencia de 8.450,04, siendo el Revni la opción más costosa. Sin embargo, debe considerarse

algunos aspectos para la toma de decisiones como por ejemplo la empresa pretende colocar una emisión con una tasa superior a la recomendada al ofrecer un 9.00% para una de sus series, lo cual implica un ligero costo adicional y vuelve atractivo al título valor facilitando la rápida venta de sus pagarés en el mercado, la garantía que el préstamo bancario exige, obliga a la empresa a presentar un bien inmueble con un 145% como colateral, considerando que la mayoría de sus activos, son activos financieros (activos corrientes) necesarios para continuar con el negocio, vuelve inasequible este requisito.

Por otro lado, el plazo del pago de un crédito para capital de trabajo es de máximo 18 meses y el monto máximo son otras limitaciones que tiene esta posibilidad de financiamiento; finalmente el tiempo que tomaría la estructuración, recolección de documentos y presentación de la información es otro de los factores que deben considerarse pues con el Banco se habla de al menos dos meses en obtener los fondos mientras que con el mecanismo del Revni el plazo es de 6 semanas.

Considerando todas estas variables la opción más viable es la de usar la emisión de pagarés a través del Revni, pues a pesar de tener un ligero costo adicional a la opción de préstamo bancario, resulta mucho más asequible en cuanto a requisitos y permite sentar bases para futuras opciones de financiamiento a través de la Bolsa de Valores con otros mecanismos.

3.8.2 Análisis de información financiera

Una vez determinada la mejor opción y debido a la responsabilidad que la empresa contraería con terceros resulta fundamental analizar información como indicadores financieros, análisis vertical y horizontal de los balances y flujos de efectivo con el fin de proyectar balances para al menos los dos siguientes años, por ser este el período de la emisión, en donde pueda evidenciarse la capacidad de pago del emisor y sobretodo el cumplimiento de las obligaciones que está contrayendo.

El primer análisis que se practica es el vertical y horizontal de los dos últimos Balances de Situación Inicial auditados (ver Anexo 2) en donde se puede observar un crecimiento acelerado de la empresa con un 586% del primer al segundo año, trasladándose a USD 8.5 millones, para cuantificar el porcentaje, en lo que concierne al activo circulante. Incluyendo un aumento de USD 6.6 millones en lo que respecta a instrumentos financieros, que equivale a un 641.26%, concentrándose principalmente en el crecimiento de instrumentos financieros; y USD 2.1 millones en las cuentas por cobrar que equivale a un 2.150%. Entendiéndose este crecimiento porque en el 2010 fue el año en donde se vio la actividad de la empresa refundada.

En cuanto a los activos no circulantes las variaciones no son tan marcadas como en el activo circulante, generándose valores del 62.25% que equivale a USD 70 mil dólares como variación y que no representa un crecimiento acelerado.

En general, el crecimiento del activo total es del 544% lo cual le permite a la empresa continuar con sus operaciones y presentar cifras atractivas que aseguren un crecimiento. Por otro lado, si se compara la composición del activo se puede identificar que en el primero y segundo año la cuenta con mayor peso en el activo corriente son los instrumentos financieros con más de la mitad de su valor, lo cual es razonable considerando que la empresa se dedica a la compra y venta de cartera automotriz, seguidos por las cuentas por cobrar que de igual manera tienen una participación importante.

En cuanto a sus pasivos el valor incrementó en USD 8 millones lo que significó un 568%, un valor cercano al crecimiento que experimentaron en sus activos. Las obligaciones financieras de corto plazo crecieron en un 272%, sin embargo la mayor variación se da en los documentos y cuentas por pagar llegando a un 946% que representa USD 6 millones debido a que en esta cuenta se incluyen las cuentas por pagar a los concesionarios (principal rubro del negocio) y todos los rubros que se financian mediante la cartera que se compra. Al haber crecido en su cartera de la manera en la que lo hicieron resulta una consecuencia directa incrementar este pasivo. Si

comparamos la composición del pasivo se puede apreciar que el mayor peso esta en las cuentas y documentos por pagar, seguidas por las obligaciones financieras que en ambos años concentran cerca del 98% del total.

En cuanto al patrimonio la empresa experimenta un crecimiento del 157% que se traduce en USD 144 mil, esto debido a que en el primer año la empresa reportó una pérdida en su ejercicio, sin embargo en el segundo año ya se genera utilidad.

Cuando se analiza el Estado de Pérdidas y Ganancias (Ver Anexo 3), se pueden apreciar variaciones significativas como por ejemplo, en el total de ingresos operativos tienen un crecimiento del 1.049% que se traduce en un valor de USD 1.9 millones, siendo consecuencia directa del incremento de cartera para sus ventas. Por otro lado, si bien durante el primer año el total del ingreso operativo está compuesto por el 60.7% que provienen de otros ingresos, el 35% corresponde a los ingresos generados por la venta de cartera y apenas el 3% corresponde a intereses ganados; para el segundo año el escenario cambia y se puede apreciar una composición más equitativa que va alrededor del 33% para cada rubro, lo cual permite generar un incremento en el ingreso de sus ventas del 948% que corresponde a USD 617 mil.

Otro aspecto interesante de análisis son los costos y gastos administrativos, que de igual manera crecen en un 672% por un valor de USD 1.6 millones, lo cual es consecuencia directa del crecimiento que en general experimenta la empresa y que amerita contratación de personal para cubrir la red de concesionarios. Finalmente en cuanto a los resultados del ejercicio su principal cambio está en el hecho de que se genera una utilidad en el segundo año que se contrapone con la pérdida del primero lo cual representó un crecimiento de USD 203 mil.

También resulta importante el análisis de indicadores financieros que permitan medir la gestión de la empresa en los dos últimos años y con ello medir la evolución de los mismos y el desempeño de la empresa a través del tiempo.

TABLA 9
INDICADORES FINANCIEROS

<i>Liquidez</i>	Año I	Año II
Razon corriente	\$0.99	\$1.21
Capital de trabajo	(\$8,646.00)	\$1,769,629.00
<i>Endeudamiento</i>		
Solidez	94.2%	97.7%
Apalancamiento	16.29	42.21
<i>Rentabilidad</i>		
Rentabilidad del Patrimonio	-64.60%	61.21%
Rentabilidad sobre activos	-3.74%	1.42%
Rentabilidad sobre ventas	-32.37%	6.88%

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico.

➤ **Razón corriente**= Activo corriente/pasivo corriente

Este indicador refleja cual es la capacidad de la empresa para hacer frente a sus deudas a corto plazo, comprometiendo sus activos corrientes. Para el primero año se tiene 0.99 centavos de activos corrientes por cada dólar de pasivo corriente. En el segundo año la relación es de un 1.21 por cada dólar de pasivo corriente.

➤ **Capital de trabajo**= Activo corriente-pasivo corriente

Mide o evalúa la liquidez necesaria para que la empresa continúe funcionando adecuadamente. Para el caso de esta empresa en el primer año el valor es negativo sin embargo en el segundo año el valor es de USD 1'769.629,00 con lo que la empresa puede continuar con el negocio.

➤ **Solidez**= Pasivo total/ Activo total

Refleja el porcentaje que corresponde a la participación de los acreedores en los activos de la empresa. Para el primer año la relación de esta empresa es de 0.94 mientras que para el segundo sube al 0.98 la participación de terceros sobre el activo total.

➤ **Apalancamiento**= Pasivo total/ Patrimonio

Mide el grado de compromiso del patrimonio de los socios o accionistas para con los acreedores de la empresa. Por cada dólar que se tiene en el patrimonio 16 dólares están comprometidos con deudas con terceros y para el segundo año son 42.21 dólares.

➤ **Rentabilidad del patrimonio (ROE)=** Utilidad neta/ Patrimonio

Indica el porcentaje que las utilidades netas representan sobre el patrimonio. Al haberse generado una pérdida en el primer año el margen fue negativo, sin embargo en el segundo año el rendimiento es del 61%, lo que quiere decir que por cada 100 dólares que se invierten en el patrimonio se tiene 61.21 dólares de utilidad, siendo un rendimiento atractivo para el sector.

➤ **Rentabilidad sobre activos (ROA)=** Utilidad neta/ activo total

Indica la rentabilidad de una empresa con respecto a los activos que posee, para el primer año el indicador fue negativo, sin embargo en el segundo año la rentabilidad es del 1.42% lo que indica que por cada 100 dólares que invierto en el activo total obtengo 1.42 dólares de rendimiento.

➤ **Rentabilidad sobre ventas**= Utilidad neta/ ingresos operativos

Mide la rentabilidad de una empresa con respecto a las ventas que genera, obteniendo un 6.88% en el segundo año como rendimiento contrarrestando el valor negativo generado en el primer año.

En cuanto al Estado de Flujo de Efectivo (Ver Anexo 4) de la empresa analizada, se puede identificar que debido al crecimiento acelerado, especialmente en sus instrumentos financieros y sus cuentas por cobrar se concentra un crecimiento de 8.5 millones por lo que implica un uso de efectivo. En cuanto a las variaciones del pasivo, la cuenta con mayor variación es la de documentos y cuentas por pagar con 6.0 millones (corresponden a pago a concesionarios, seguros, rubros financiados en los pagarés), lo cual termina en un flujo neto utilizado en las actividades de operación de -2.3 millones. Sin embargo, debe considerarse que la empresa está estableciéndose por lo cual podría entenderse la variación del activo y el pasivo en esos valores, además indica la necesidad de la empresa por obtener recursos que le permitan crecer en su operación. En cuanto a las actividades de inversión, la empresa adquiere propiedad, planta y equipo por un valor de 107 mil, por lo usa efectivo en este crecimiento. Finalmente, en la actividad de financiamiento se genera una variación de 2.2 millones en cuanto a préstamos bancarios, con lo que la empresa apalanca y continua con la operación. Como resultado de las tres actividades, la empresa genera una disminución del efectivo en 202 mil.

3.8.3 Información del sector automotriz Ecuatoriano.

El sector automotriz tiene una participación importante en la economía del país, debido a todos los ingresos que genera en todas las actividades directas e indirectas que involucra. De acuerdo al Instituto de Promoción de Exportaciones e Inversiones del Ecuador, en su “Análisis del Sector Automotriz” (2013), solo a nivel de impuestos se estima que son alrededor de USD 400 millones, además de ser un alto generador de fuentes de empleo durante todo su proceso que va desde el ensamblaje hasta la distribución y venta de los vehículos. Es por ello que este sector es impulsor de otras industrias como la metalurgia, siderurgia, metalmecánica, petrolera, vidrio, plástico, entre otras, siendo partes fundamentales para la elaboración de los vehículos.

En Ecuador, se han ensamblado vehículos por más de tres décadas, comenzando la fabricación de éstos en el año de 1973 con un total de 144 unidades. Mientras que en la década de los setenta, la producción supero las 5.000 unidades.

En el año de 1992, se da la Zona de Libre Comercio entre Colombia, Venezuela y Ecuador, permitiendo las importaciones de marcas como Chevrolet, Kia y Mazda. Permitiendo que empresas multinacionales impulsen el desarrollo y perfeccionamiento de la industria ecuatoriana. De

acuerdo a información del último Censo Nacional Económico del 2010, existen 29.068 establecimientos económicos dedicados a actividades de comercio automotriz, el 70% corresponden a establecimientos que realizan mantenimiento y reparación de vehículos automotores, el 30% restante se dedica a la venta de partes, piezas, accesorios y venta de vehículos.

Por otro lado, también se indica en el Censo que existen 118 establecimientos que ofrecen el servicio de alquiler de vehículos en todo el país. Haciendo referencia a las plazas de empleo, la información que se obtiene de esta misma fuente, es que son 90.012 personas ocupadas, de las cuales el 83% son hombre el 17% son mujeres.

El sector automotriz del Ecuador se concentra principalmente en la Sierra Norte del país, conformado principalmente por 3 ensambladoras (AYMESA, GM-OMNIBUS BB Y MARESA), las cuales producen automóviles, camionetas y todo terreno; los mismos que están clasificados para el transporte de personas y mercancías. Estas empresas tienen sus plantas en la Ciudad de Quito, lo cual genera que otras empresas aliadas al negocio automotriz, como las de autopartes, también estén ubicadas alrededor de éstas. Un pequeño porcentaje se encuentra en la Provincia de Tungurahua.

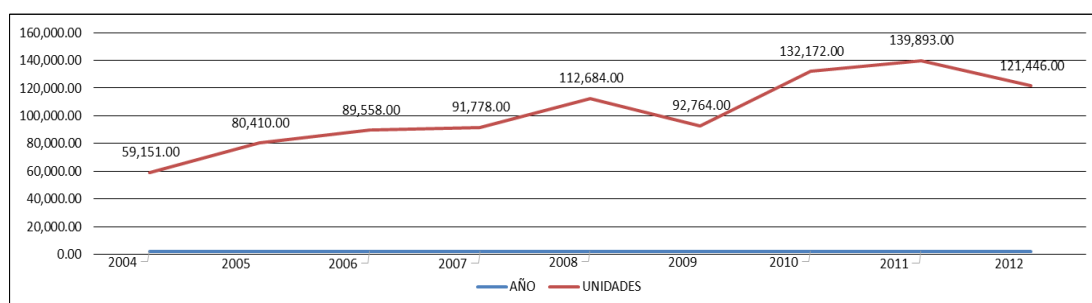
Haciendo referencia a los datos obtenidos en el último Censo realizado (2010), la distribución provincial por establecimiento sería:

Guayas (27%), Pichincha (17%), Azuay (8.1%), Manabí (7.5%) y Tungurahua (4.5%).

De acuerdo a datos publicados por la AEADE (Asociación de Empresas Automotrices del Ecuador) en su página web⁴³, el mercado automotriz comercializó 132.172 vehículos en el año 2010, 139.893 unidades en el 2011 y 121.446 unidades en el 2012.

GRÁFICO 24

VENTAS TOTALES DE VEHÍCULOS POR AÑOS (UNIDADES)



Fuente: AEADE-2012

Elaboración: Autora

Se observó una contracción en cerca de 18.000 unidades aproximadamente respecto del 2011 por las medidas de protección de importaciones impuestas por el gobierno mediante resolución COMEX N. 66 expedida el 15 de Junio del 2012, en donde se estipula que el cupo asignado a los importadores se determinó en función del 70% de los montos totales (unidades y USD) importados en el año 2010. Otra de las causas

⁴³ [<http://aeade.net/web/images/stories/catalogos/anuariodosmildoce.pdf>], "Anuario 2012."

para esta baja es que debido a la Ley para la Regulación de los créditos de Vivienda y Vehículo, emitida el 26 de Junio del 2012 mediante Registro Oficial N. 732, los deudores que no puedan cumplir con los pagos derivados de la compra del vehículo, podrán entregar el vehículo o la institución financiera ejecutar acciones de cobro y una vez recibido el vehículo se extinguirá la deuda, lo cual ha generado que las instituciones financieras apliquen políticas más estrictas para la calificación de los sujetos de crédito.

A pesar de estos factores, es un sector que tiende al crecimiento en sus ventas de acuerdo a los resultados obtenidos en el transcurso de los años y a pesar de haber presentado una baja en el año 2012, sigue siendo el tercer mejor año en cuanto a ventas se refiere.

3.8.4 Variables para la proyección de balances de la empresa.

Para realizar las proyecciones necesarias para demostrar que la empresa pagará las obligaciones que está contrayendo con terceros, la empresa debe considerar ciertas variables que resultan fundamentales para la elaboración de esta información.

Para ello, se contempla la incidencia de las inversiones requeridas en el capital de trabajo necesarias para la generación de recursos esperados,

además permitirá realizar evaluaciones sobre el nivel de riesgo asociados con la empresa.

Con el fin de proyectar la información lo más cercano a la realidad, se ha determinado que se realice de manera trimestral pudiendo apreciar la sensibilidad a la estructura de pagos contemplada en la emisión del Revni.

En cuanto a las variables necesarias para la proyección de los balances, los criterios que se tomaron son:

- **Mercado.-** La proyección que la empresa tiene sobre la colocación de crédito automotriz tiene una relación directamente proporcional con el crecimiento del mercado de ventas de vehículos en el país. A pesar de haberse notado un crecimiento importante año tras año en este sector se proyecta una disminución en el ritmo de crecimiento en los años venideros así como una mayor contracción del mercado, para lo cual la empresa pretende entregar anticipos a los concesionarios que le permitan asegurar una producción y con ello el crecimiento de la empresa.
- **Ventas.-** Para esta variable se realiza un estudio de las fuentes de financiamiento y por lo tanto de la potencial colocación del financiamiento así como su consecuencia directa, la generación de

ingresos, tomando en cuenta tanto unidades financiadas como un monto promedio de pagaré.

- **Costos y gastos.-** Se consideran los rubros más significativos basándose en referencias históricas.
- **Obligaciones financieras.-** Se consideraron las condiciones de plazo y tasas de interés, además de la obligación del Revni.
- **Reparto de dividendos.-** Mientras se encuentre vigente la anotación del Revni no se considerará el reparto de dividendos.

Considerando el modelo de negocio de esta empresa se considera como la variable de mayor sensibilidad al número de unidades financiadas ya que tiene relación directa con los resultados de la empresa al ser la principal fuente de ingresos.

3.8.4 Proyección de balances de la empresa para el período del REVNI.

a) Presupuesto de Originación de cartera.

Se proyecta la generación de cartera para los próximos dos años en los cuales estaría vigente el Revni, para lo cual se estiman 2.320 vehículos generados en la red de concesionarios a nivel nacional.

Teniendo 1.036 vehículos para el primer año y 1.284 vehículos para el segundo año, lo cual representa un crecimiento del 23.94%.

Con un monto financiado promedio de 12.482.12 dólares para el primer año y 12.966.43 dólares para el segundo.

TABLA 25
VALORES FINANCIADOS REFERENCIALES

Valor financiado referencial	
PVP	14,500.00
(-) entrada	3,625.00
Saldo	10,875.00
Dispositivo	620.00
Seguro del vehiculo	617.12
Gastos documentarios	100.00
Seguro de desgravamen	120.00
Administracion fiduciaria	150.00
Valor financiado aproximado	12,482.12

Fuente: Empresa - caso práctico
Elaboración: Autora

Se considera un 4.20% de inflación como promedio entre el máximo (6.12%) y el mínimo (2.27%) reportados en la página web del Banco Central del Ecuador para los últimos dos años⁴⁴. Con lo cual se generaría un monto de cartera por 29.630.852.82 dólares con cartera generada a un plazo de 48 meses (por ser la tendencia que se presenta en la mayoría de la cartera generada) y con una tasa nominal del 15.20%.

⁴⁴ [http://www.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=inflacion], “Inflación anual”.

TABLA 26
PRESUPUESTO DE GENERACIÓN DE CARTERA

Número de vehículos nuevos (créditos)	Año 01				Año 02				Total
	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
Sierra	164.00	196.00	155.00	145.00	145.00	230.00	225.00	231.00	1491.00
Costa	55.00	59.00	115.00	147.00	130.00	110.00	92.00	121.00	829.00
Total	219.00	255.00	270.00	292.00	275.00	340.00	317.00	352.00	2320.00
Crecimiento	16.44%	5.88%	8.15%	-5.82%	23.64%	-6.76%	11.04%		
Condiciones generales de financiamiento									
Monto financiado promedio (USD)	\$ 12,482.12	\$ 12,482.12	\$ 12,482.12	\$ 12,482.12	\$ 13,005.74	\$ 13,005.74	\$ 13,005.74	\$ 13,005.74	
Plazo de financiamiento promedio	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	
Tasa efectiva	16.30%	16.30%	16.30%	16.30%	16.30%	16.30%	16.30%	16.30%	
Tasa nominal	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%	
Monto financiado (precio *unidades)									
Sierra	\$ 2,047,067.68	\$ 2,446,495.52	\$ 1,934,728.60	\$ 1,809,907.40	\$ 1,885,833.02	\$ 2,991,321.33	\$ 2,926,292.61	\$ 3,004,327.08	\$ 19,045,973.24
Costa	\$ 686,516.60	\$ 736,445.08	\$ 1,435,443.80	\$ 1,834,871.64	\$ 1,690,746.84	\$ 1,430,631.94	\$ 1,196,528.53	\$ 1,573,695.14	\$ 10,584,879.58
Total cartera generada	\$ 2,733,584.28	\$ 3,182,940.60	\$ 3,370,172.40	\$ 3,644,779.04	\$ 3,576,579.86	\$ 4,421,953.28	\$ 4,122,821.14	\$ 4,578,022.22	\$ 29,630,852.82
Pago promedio	\$76,355.12	\$165,261.76	\$259,398.21	\$361,205.03	\$461,106.90	\$584,621.94	\$699,781.55	\$827,655.94	
Proyección venta de cartera	\$2,460,325.85	\$3,138,004.97	\$3,351,449.22	\$3,617,318.38	\$3,583,399.78	\$4,337,415.94	\$4,152,734.36	\$4,532,502.11	\$29,173,050.59

Fuente: Empresa caso práctico
Elaboración: Autora

b) Presupuesto Venta de Cartera.

De acuerdo a las líneas que la empresa ha negociado con las instituciones financieras para la venta de cartera, se tiene un valor de 5.050.000.00 millones de dólares trimestrales, con spreads para la empresa que van desde 3.20% hasta el 4.5%, siendo la prioridad en cuanto a venta de cartera la institución financiera cuyo spread es el más alto.

TABLA 27
LINEAS DISPONIBLES PARA LA VENTA DE CARTERA

Tasa activa	15.20%			
plazo	48			
Línea disponible	SPREAD	TASA VENTA	MONTO TRIMESTRE	PARTICIPACIÓN
Ins. Financiera 1	4.20%	11.00%	1,300,000.00	25.7%
Ins. Financiera 2	4.50%	10.70%	1,500,000.00	29.7%
Ins. Financiera 3	3.20%	12.00%	1,000,000.00	19.8%
Ins. Financiera 4	3.50%	11.70%	1,250,000.00	24.8%
		TOTAL	5,050,000.00	100%

Fuente: Empresa caso práctico

Con estos datos se proyecta vender la cartera generada de acuerdo a la participación y prioridad que se mencionó, con lo cuál se vendería 29.467.351.59 millones de dólares. Considerando que del saldo que se tenía como instrumentos financieros al cierre del año anterior, se toma un valor de 294.301.00 para venderse en el primer trimestre del primer año de proyección, ya que los 4.000.000,00 restantes se aportan como garantía de la emisión. Además, de acuerdo a la tendencia del negocio, el 90% de la cartera que se compra en el trimestre se la coloca dentro del mismo periodo y el 10% restante se concreta en el trimestre siguiente. Lo cual generaría un ingreso en venta de cartera por 2.213.002.16 millones de dólares, que significa un 7.51% sobre el monto de cartera vendida. Resultado que sobrepasa las expectativas de la empresa, pues excede el 4.20% mínimo exigido en cuanto a venta de cartera se refiere. Al final de los dos años de proyección existe un monto de 1.414.763.53 de líneas no usadas, lo que permitiría que la empresa pueda generar más cartera para la venta a las instituciones financieras.

TABLA 28
PRESUPUESTO DE VENTA DE CARTERA

Periodo		Año 01				Año 02				Total
		Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
	Saldo inicial									
Total Proyeccion venta de cartera	\$294,301.00 ▼	\$2,754,526.85	\$3,138,004.97	\$3,351,449.22	\$3,617,318.38	\$3,583,399.78	\$4,337,415.94	\$4,152,734.36	\$4,532,502.11	\$29,467,351.59
Ingreso en venta de cartera										
Ins. Finaniera 1		\$57,250.10	\$65,220.31	\$69,656.54	\$75,182.36	\$74,477.40	\$90,148.87	\$86,310.45	\$94,203.55	\$612,449.57
Ins. Finaniera 2		\$71,062.05	\$80,955.12	\$86,461.61	\$93,320.58	\$92,445.54	\$111,897.86	\$107,133.39	\$116,930.74	\$760,206.88
Ins. Finaniera 3		\$33,107.53	\$37,716.68	\$40,282.13	\$43,477.70	\$43,070.02	\$52,132.78	\$49,913.04	\$54,477.59	\$354,177.48
Ins. Finaniera 4		\$45,445.67	\$51,772.50	\$55,294.01	\$59,680.47	\$59,120.86	\$71,561.02	\$68,514.05	\$74,779.66	\$486,168.23
Total ingreso en ventas		\$206,865.35	\$235,664.61	\$251,694.30	\$271,661.11	\$269,113.82	\$325,740.53	\$311,870.92	\$340,391.53	\$2,213,002.16
Línea no utilizada		2,295,473.15	1,911,995.03	1,698,550.78	1,432,681.62	1,466,600.22	712,584.06	897,265.64	517,497.89	7.51%
<i>Acumulado monto líneas no usada</i>			<i>4,207,468.18</i>	<i>3,610,545.81</i>	<i>3,131,232.40</i>	<i>2,899,281.85</i>	<i>2,179,184.29</i>	<i>1,609,849.71</i>	<i>1,414,763.53</i>	

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

c) Intereses ganados.

Otro de los ingresos importantes que tiene la empresa es el accrual de los intereses de la cartera que permanece como propia o que está en garantía de alguna operación.

La cartera que se genera en el trimestre permanece en el portafolio propio cerca de 15 días, es decir, lo que corresponda a esos días es un ingreso para la empresa. Además se considera el accrual de la cartera que se encuentra respaldando la operación del REVNI, así como la cartera que se encuentra restringida y por ende le corresponde a la empresa todo este valor. El ingreso que se genera para la empresa por esta cartera originada al 15.20% al final del periodo de proyección, es de 1.938.082.46 millones de dólares.

TABLA 29
INTERESES GANADOS

	Año 01				Año 02				Total
	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
Intereses ganados	\$17,445.34	\$20,158.62	\$21,344.43	\$23,083.60	\$22,651.67	\$28,005.70	\$26,111.20	\$28,994.14	\$187,794.70
Intereses ganados restring	\$266,955.01	\$254,221.14	\$240,997.22	\$227,264.41	\$213,003.11	\$198,192.98	\$182,812.92	\$166,840.97	\$1,750,287.76
Total interes ganado	\$284,400.35	\$274,379.76	\$262,341.65	\$250,348.01	\$235,654.78	\$226,198.69	\$208,924.12	\$195,835.11	\$1,938,082.46
Cartera generada	\$2,754,526.85	\$3,182,940.60	\$3,370,172.40	\$3,644,779.04	\$3,576,579.86	\$4,421,953.28	\$4,122,821.14	\$4,578,022.22	\$29,630,852.82
Tasa activa	15.20%								
plazo	48								
Interes estimado	\$17,445.34	\$20,158.62	\$21,344.43	\$23,083.60	\$22,651.67	\$28,005.70	\$26,111.20	\$28,994.14	

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

TABLA 30
INTERESES GANADOS CARTERA RESTRIGIDA

N.	Saldo	Interes	Capital	Dividendo	Total
0	7,134,504.00				
1	\$7,025,591.74	\$90,370.38	\$108,912.26	\$199,282.64	\$266,955.01
2	\$6,915,299.93	\$88,990.83	\$110,291.81	\$199,282.64	
3	\$6,803,611.09	\$87,593.80	\$111,688.84	\$199,282.64	
4	\$6,690,507.52	\$86,179.07	\$113,103.57	\$199,282.64	\$254,221.14
5	\$6,575,971.31	\$84,746.43	\$114,536.21	\$199,282.64	
6	\$6,459,984.30	\$83,295.64	\$115,987.01	\$199,282.64	
7	\$6,342,528.13	\$81,826.47	\$117,456.17	\$199,282.64	\$240,997.22
8	\$6,223,584.17	\$80,338.69	\$118,943.95	\$199,282.64	
9	\$6,103,133.60	\$78,832.07	\$120,450.58	\$199,282.64	
10	\$5,981,157.32	\$77,306.36	\$121,976.28	\$199,282.64	\$227,264.41
11	\$5,857,636.00	\$75,761.33	\$123,521.32	\$199,282.64	
12	\$5,732,550.08	\$74,196.72	\$125,085.92	\$199,282.64	
13	\$5,605,879.74	\$72,612.30	\$126,670.34	\$199,282.64	\$213,003.11
14	\$5,477,604.91	\$71,007.81	\$128,274.83	\$199,282.64	
15	\$5,347,705.26	\$69,383.00	\$129,899.65	\$199,282.64	
16	\$5,216,160.22	\$67,737.60	\$131,545.04	\$199,282.64	\$198,192.98
17	\$5,082,948.94	\$66,071.36	\$133,211.28	\$199,282.64	
18	\$4,948,050.32	\$64,384.02	\$134,898.62	\$199,282.64	
19	\$4,811,442.98	\$62,675.30	\$136,607.34	\$199,282.64	\$182,812.92
20	\$4,673,105.29	\$60,944.94	\$138,337.70	\$199,282.64	
21	\$4,533,015.31	\$59,192.67	\$140,089.97	\$199,282.64	
22	\$4,391,150.86	\$57,418.19	\$141,864.45	\$199,282.64	\$166,840.97
23	\$4,247,489.47	\$55,621.24	\$143,661.40	\$199,282.64	
24	\$4,102,008.36	\$53,801.53	\$145,481.11	\$199,282.64	

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

d) Otros ingresos.

Se considera a las comisiones que la empresa recibe por el concepto del pago de dispositivos, por el cual recibe el 7% del valor pagado, generando un valor de 103.025.69 mil dólares al final de los periodos proyectados.

TABLA 31
OTROS INGRESOS

		Año 01				Año 02				Total
		Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
Numero de vehiculos nuevos (créditos)		219.00	255.00	270.00	292.00	275.00	340.00	317.00	352.00	2,320.00
Costo de dispositivo por operacion		620.00	620.00	620.00	620.00	646.01	646.01	646.01	646.01	
Total pago por dispositivos		135,780.00	158,100.00	167,400.00	181,040.00	177,652.48	219,643.06	204,784.85	227,395.17	1,471,795.56
Comision para la empresa	7%	9,504.60	11,067.00	11,718.00	12,672.80	12,435.67	15,375.01	14,334.94	15,917.66	103,025.69

Fuente: Empresa caso práctico
Elaboración: Autora

e) Costos y gastos administrativos.

Se considera un costo del personal para el primer año de 742.492.12 mil dólares, siendo 185.623.03 mil dólares el costo trimestral. En el caso del segundo año, el valor anual es de 776.290.39 mil dólares y el valor trimestral es de 194.072.60 mil dólares; debido al porcentaje de la inflación considerado para esta proyección.

Se consideran 20 empleados para este cálculo, en donde el salario mínimo es de USD 350.00, que corresponde al mensajero y el máximo USD 4.200.00, que corresponde al Gerente General. Además

se consideró un salario mínimo unificado de USD 318 para el cálculo del décimo cuarto.

TABLA 32
PROYECCIÓN DE GASTOS DE NÓMINA POR AÑO

NÓMINA	Año 1												
	Asistente administrativo												TOTAL
	Recepcionista	Mensajero	Oficial de operaciones	Asesores financieros	Oficial de Marketing	Departamento legal	Contador	Gerentes Comerciales	Gerente Financiero	Sub-Gerente General	Gerente General		
Numero	1.00	1.00	2.00	1.00	7.00	1.00	1.00	2.00	1.00	1.00	1.00		
Saldo	400.00	350.00	1,100.00	550.00	4,340.00	1,200.00	1,500.00	5,000.00	2,500.00	3,500.00	4,200.00		26,140.00
Aporte Patro.	48.60	42.53	133.65	66.83	527.31	145.80	182.25	607.50	303.75	425.25	510.30		3,176.01
13ro	33.33	29.17	91.67	45.83	361.67	100.00	125.00	416.67	208.33	291.67	350.00		2,178.33
14to	26.50	26.50	53.00	26.50	185.50	26.50	26.50	53.00	26.50	26.50	26.50		530.00
Vacaciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Fondo de Reserva	33.33	29.17	91.67	45.83	361.67	100.00	125.00	416.67	208.33	291.67	350.00		2,178.33
Gasto Provisiones	59.83	55.67	144.67	72.33	547.17	126.50	151.50	469.67	234.83	318.17	376.50		2,708.33
Gasto Corriente	1,034.10	928.03	2,704.65	1,352.33	10,505.81	2,731.30	3,367.75	10,978.50	5,489.25	7,610.75	9,095.80		59,166.01
TOTAL	1,093.93	983.69	2,849.32	1,424.66	11,052.98	2,857.80	3,519.25	11,448.17	5,724.08	7,928.92	9,472.30		61,874.34
Costo Anual	13,127.20	11,804.30	34,191.80	17,095.90	132,635.72	34,293.60	42,231.00	137,378.00	68,689.00	95,147.00	113,667.60		742,492.12

Año 2												
Recepcionista	Mensajero	Oficial de operaciones	Asistente administrativo	Asesores comerciales	Oficial de Marketing	Departamento legal	Contador	Gerentes Comerciales	Gerente Financiero	Sub-Gerente General	Gerente General	TOTAL
1.00	1.00	2.00	1.00	7.00	1.00	1.00	2.00	2.00	1.00	1.00	1.00	
416.78	364.68	1,146.15	573.07	4,522.06	1,250.34	1,562.93	1,562.93	5,209.75	2,604.88	3,646.83	4,376.19	27,236.57
50.64	44.31	139.26	69.63	549.43	151.92	189.90	189.90	632.98	316.49	443.09	531.71	3,309.24
34.73	30.39	95.51	47.76	376.84	104.20	130.24	130.24	434.15	217.07	303.90	364.68	2,269.71
27.61	27.61	55.22	27.61	193.28	27.61	27.61	55.22	55.22	27.61	27.61	27.61	579.85
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
34.73	30.39	95.51	47.76	376.84	104.20	130.24	130.24	434.15	217.07	303.90	364.68	2,269.71
62.34	58.00	150.74	75.37	570.12	131.81	157.86	185.47	489.37	244.68	331.51	392.29	2,849.56
1,077.48	966.96	2,818.11	1,409.06	10,946.53	2,845.88	3,509.03	3,702.31	11,439.05	5,719.52	7,930.02	9,477.37	61,841.31
1,139.82	1,024.96	2,968.85	1,484.42	11,516.65	2,977.68	3,666.88	3,887.78	11,928.42	5,964.21	8,261.53	9,869.66	64,690.87
13,677.89	12,299.49	35,626.15	17,813.07	138,199.79	35,732.22	44,002.59	46,653.31	143,141.01	71,570.50	99,138.42	118,435.96	776,290.39

Fuente: Empresa - caso práctico
Elaboración: Autora

Es importante dejar constancia que existe una Reforma al Código Orgánico de Relaciones Laborales que está en análisis, la cuál hace referencia al pago en forma mensual de las decimotercera y decimocuarta remuneraciones, la sustitución de la Jubilación Patronal y la creación de la bonificación por terminación de contrato que beneficia a los trabajadores sin considerar el tiempo de sus servicios,

entre los principales temas que trata la Reforma, la cual de ser aprobada podría generar cambios en las proyecciones de estos valores. Sin embargo, al no encontrarse aún vigente no ha sido considerada para esta proyección.

TABLA 33
PROYECCIÓN DE GASTOS ADMINISTRATIVOS

<i>GASTO</i>	Mensual 01	Mensual 02
Arendamiento y condominio	6,200.00	6,460.09
Suministros y utiles de oficina	2,300.00	2,396.49
Costos legales de mantenimiento (
Patente, contribución Super. Cías)	1,182.60	1,232.21
Servicios basicos (agua, luz, telefonos)	4,325.00	4,506.43
Movilizacion, fletes y embalajes	1,350.00	1,406.63
Boletos aereos	2,540.00	2,646.55
Total	17,897.60	18,648.40
Trimestral	53,692.80	55,945.21

Fuente: Empresa - caso práctico

Elaboración: Autora

En cuanto a los gastos administrativos, se considera un valor de 17.897.60 dólares mensuales y 53.692.80 dólares trimestrales. En cuanto al segundo año, el valor mensual es de 18.648.40 y el valor trimestral es de 55.945.21 dólares.

f) Gastos financieros.

Se considera un valor de 447.750.00 dólares que serán pagados por concepto del interés del Revni en el transcurso de los dos años.

TABLA 34
PAGO DE INTERESES DE REVNI

Tabla de amortización de series REVNIS					
Dividendos	Días a la vista	Capital	Interés	Amortización	Pagos
0	0	4,000,000.00			
1	90	4,000,000.00	86,250.00	-	86,250.00
2	180	4,000,000.00	86,250.00	-	86,250.00
3	270	4,000,000.00	86,250.00	-	86,250.00
4	360	4,000,000.00	43,750.00	-	43,750.00
5	367	4,000,000.00	45,805.56	2,000,000.00	2,045,805.56
6	400	2,000,000.00	9,444.44	1,000,000.00	1,009,444.44
7	450	1,000,000.00	22,500.00	-	22,500.00
8	540	1,000,000.00	22,500.00	-	22,500.00
9	630	1,000,000.00	22,500.00	-	22,500.00
10	720	1,000,000.00	22,500.00	1,000,000.00	1,022,500.00

447,750.00

Fuente: Empresa - caso práctico
Elaboración: Autora

Se considera un valor de 452.893.39 dólares por el interés de una operación contraída con una institución financiera.

TABLA 35
PAGO DE INTERESES DE PASIVO

Tabla de amortización cuenta por pagar					
N.	Saldo	Interés	Capital	Dividendo	Total
0	3,073,693.00				
1	\$3,020,619.44	\$23,897.96	\$53,073.56	\$76,971.52	\$70,452.74
2	\$2,967,133.24	\$23,485.32	\$53,486.20	\$76,971.52	
3	\$2,913,231.18	\$23,069.46	\$53,902.06	\$76,971.52	
4	\$2,858,910.03	\$22,650.37	\$54,321.15	\$76,971.52	\$66,680.79
5	\$2,804,166.53	\$22,228.03	\$54,743.50	\$76,971.52	
6	\$2,748,997.41	\$21,802.39	\$55,169.13	\$76,971.52	
7	\$2,693,399.34	\$21,373.45	\$55,598.07	\$76,971.52	\$62,820.18
8	\$2,637,369.00	\$20,941.18	\$56,030.34	\$76,971.52	
9	\$2,580,903.03	\$20,505.54	\$56,465.98	\$76,971.52	
10	\$2,523,998.03	\$20,066.52	\$56,905.00	\$76,971.52	\$58,868.81
11	\$2,466,650.59	\$19,624.08	\$57,347.44	\$76,971.52	
12	\$2,408,857.28	\$19,178.21	\$57,793.31	\$76,971.52	
13	\$2,350,614.62	\$18,728.87	\$58,242.66	\$76,971.52	\$54,824.57
14	\$2,291,919.13	\$18,276.03	\$58,695.49	\$76,971.52	
15	\$2,232,767.28	\$17,819.67	\$59,151.85	\$76,971.52	
16	\$2,173,155.53	\$17,359.77	\$59,611.76	\$76,971.52	\$50,685.25
17	\$2,113,080.29	\$16,896.28	\$60,075.24	\$76,971.52	
18	\$2,052,537.97	\$16,429.20	\$60,542.32	\$76,971.52	
19	\$1,991,524.93	\$15,958.48	\$61,013.04	\$76,971.52	\$46,448.63
20	\$1,930,037.52	\$15,484.11	\$61,487.41	\$76,971.52	
21	\$1,868,072.04	\$15,006.04	\$61,965.48	\$76,971.52	
22	\$1,805,624.78	\$14,524.26	\$62,447.26	\$76,971.52	\$42,112.42
23	\$1,742,691.99	\$14,038.73	\$62,932.79	\$76,971.52	
24	\$1,679,269.90	\$13,549.43	\$63,422.09	\$76,971.52	

Fuente: Empresa - caso práctico
Elaboración: Autora

g) Propiedad, planta y equipo.

Se realiza una adición de 10.000.00 dólares en el segundo año para el mobiliario y equipo de oficina, los activos se deprecian de acuerdo a las siguientes tasas:

- Mobiliario y equipo de oficina 10%
- Equipos de computación y software 33.33%
- Vehículos 20%

TABLA 36
PROPIEDAD, PLANTA Y EQUIPO

Propiedad, planta y equipo									
	Año 01	% dep.	Valor dep.	Saldo	Año 02	Adiciones	% dep.	Valor dep.	Saldo
Mobiliario y equipo de oficina	61,666.20	10%	6,166.62	55,499.58	55,499.58	10,000.00	10%	7,166.62	58,332.96
Equipo de computacion y software	52,947.37	33.33%	17,647.36	35,300.01	35,300.01		33.33%	17,647.36	17,652.65
Vehiculos	68,578.28	20%	13,715.66	54,862.62	54,862.62		20%	13,715.66	41,146.97
Total	183,191.85		37,529.63	145,662.21	145,662.21			38,529.63	117,132.58
	ACTIVO NETO		145,662.21		ACTIVO NETO			117,132.58	

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

Para el primer año, el valor de la depreciación es de 37.529.63 dólares mientras que para el segundo año el valor es de 38.529.63.

h) Estado de Pérdidas y Ganancias.

La mayoría de los ingresos que tiene la empresa están dados por la venta de cartera y el interés ganado, en el caso del segundo tiene relación directa con la cartera que se encuentra garantizando operaciones y que una vez se cumpla con las obligaciones contraídas se liberará el instrumentos financiero para ser destinado a la venta. En el caso del primer y segundo año, el ingreso por venta de cartera y el ingreso por intereses ganados corresponden el 97% y 96% respectivamente sobre el total de ingresos generados. Teniendo relación directa con la actividad principal de la empresa.

En el caso de sus egresos la mayoría están concentrados en los costos y gastos de operación, así como en los gastos financieros que

incurre la empresa para financiar su operación. Siendo en el caso del primer año, el 69% sobre el valor de los ingresos total y el 52% en el caso del segundo año, debido principalmente al pago de gran parte del Revni en el primer año.

La utilidad neta del ejercicio crece en un 171% desde el primer trimestre del primer año hasta el último trimestre del segundo año y tiende a crecer en cada trimestre, por lo que permite que la empresa continúe su operación y genere participación de trabajadores (15%) e impuesto a la renta (22%) en cada periodo.

En caso del primer año, la utilidad neta representa el 19% sobre el total de ingresos y en el caso del segundo año corresponde al 31% sobre este resultado, evidenciando un crecimiento en los resultados de cada periodo que vuelven rentable a la empresa.

TABLA 37
ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS.

	Año 01					Año 02				
Estado de resultados	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Total	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Total
<i>Ingresos</i>										
Ingreso por venta de cartera	206,865.35	235,664.61	251,694.30	271,661.11	965,885.36	269,113.82	325,740.53	311,870.92	340,391.53	1,247,116.80
Intereses ganados	284,400.35	336,438.78	326,173.56	316,066.42	1,263,079.11	265,396.98	239,172.41	225,165.07	214,723.30	944,457.75
Ingresos por servicios	6,570.00	7,650.00	8,100.00	8,760.00	31,080.00	8,250.00	10,200.00	9,510.00	10,560.00	38,520.00
Otros ingresos	9,504.60	11,067.00	11,718.00	12,672.80	44,962.40	12,435.67	15,375.01	14,334.94	15,917.66	58,063.29
Total de ingresos	507,340.29	590,820.38	597,685.86	609,160.33	2,305,006.87	555,196.47	590,487.96	560,880.93	581,592.49	2,288,157.85
<i>Egresos</i>										
Costos y gastos de operacion	185,623.03	185,623.03	185,623.03	185,623.03	742,492.12	194,072.60	194,072.60	194,072.60	194,072.60	776,290.39
Gastos administrativos	53,692.80	53,692.80	53,692.80	53,692.80	214,771.20	18,648.40	18,648.40	18,648.40	18,648.40	74,593.62
Amortizacions y depreciaciones	9,382.41	9,382.41	9,382.41	9,382.41	37,529.63	9,632.41	9,632.41	9,632.41	9,632.41	38,529.63
Gastos financieros	156,702.74	152,930.79	149,070.18	148,424.37	607,128.08	86,769.01	73,185.25	68,948.63	64,612.42	293,515.31
Total egresos	405,400.98	401,629.03	397,768.42	397,122.61	1,601,921.04	309,122.42	295,538.66	291,302.04	286,965.83	1,182,928.95
<i>Utilidad/perdida del periodo</i>	101,939.32	189,191.35	199,917.44	212,037.72	703,085.83	246,074.05	294,949.30	269,578.89	294,626.66	1,105,228.90
Participacion de trabajadores	15,290.90	28,378.70	29,987.62	31,805.66	105,462.87	36,911.11	44,242.40	40,436.83	44,194.00	165,784.33
Impuesto a la renta	19,062.65	35,378.78	37,384.56	39,651.05	131,477.05	46,015.85	55,155.52	50,411.25	55,095.18	206,677.80
Utilidad neta del ejercicio	67,585.77	125,433.87	132,545.26	140,581.01	466,145.91	163,147.10	195,551.39	178,730.80	195,337.47	732,766.76

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

i) Flujo de caja proyectado.

Para el flujo de caja se considera que se mantendrá un saldo de caja de 100.000.00 dólares, además que en caso de realizar una inversión se recibirá el 3.8% como interés de la operación y que se planea recuperar al menos 90.000.00 dólares trimestrales de la cuenta por cobrar. También se contempló los pagos de los intereses del Revni así como del capital, de acuerdo a los plazos ofrecidos. Al igual que el ingreso por la venta de Revni en el saldo inicial de caja del primer trimestre.

En cuanto a los concesionarios, se genera un anticipo de 800.000.00 dólares en el primer trimestre, lo que permite asegurar la generación de cartera para darle continuidad al negocio y generar un

crecimiento sostenido, valor que se entrega sin importar el vencimiento del Revni, y que debido a esta opción es posible generarlo y mantenerlo.

En este flujo de caja proyectado se puede verificar que en el primer trimestre el flujo neto de operaciones es negativo y una vez que se recibe el valor del Revni le permite a la empresa cumplir con sus obligaciones e ir provisionando para los pagos de capital que debe realizar en los próximos trimestres a través de inversiones a corto plazo, además se genera una inversión al final en el cuarto trimestre del segundo año por 152.830.93 dólares.

La importancia que tiene el Revni en esta empresa, es que le permitió generar liquidez inmediata con lo cual pudo anticipar valores a los concesionarios, continuar con su operación y financiar de manera menos costosa sus necesidades de fondos, además sienta un precedente en el mercado que le permitirá acceder a futuras nuevas opciones a través del mercado de valores.

TABLA 38
FLUJO DE CAJA PROYECTADO.

FLUJO DE CAJA OPERACIONAL									
	Año 01				Año 02				TOTAL
Ingresos de efectivo	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
Ingreso por venta de cartera	\$206,865.35	\$235,664.61	\$251,694.30	\$271,661.11	\$269,113.82	\$325,740.53	\$311,870.92	\$340,391.53	\$2,213,002.16
Intereses ganados	\$284,400.35	\$274,379.76	\$262,341.65	\$250,348.01	\$235,654.78	\$226,198.69	\$208,924.12	\$195,835.11	1,938,082.46
Ingresos por servicios	6,570.00	7,650.00	8,100.00	8,760.00	8,250.00	10,200.00	9,510.00	10,560.00	69,600.00
Otros ingresos	9,504.60	11,067.00	11,718.00	12,672.80	12,435.67	15,375.01	14,334.94	15,917.66	103,025.69
Cuentas por cobrar	90,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00	720,000.00
Total ingreso de efectivo	\$597,340.29	\$618,761.37	\$623,853.95	\$633,441.92	\$615,454.27	\$667,514.23	\$634,639.98	\$652,704.31	5,043,710.31
Salidas de efectivo									
Costos y gastos de operacion	185,623.03	185,623.03	185,623.03	185,623.03	194,072.60	194,072.60	194,072.60	194,072.60	1,518,782.51
Gastos administrativos	53,692.80	53,692.80	53,692.80	53,692.80	55,945.21	55,945.21	55,945.21	55,945.21	438,552.05
Gastos financieros	156,702.74	152,930.79	149,070.18	148,424.37	86,769.01	73,185.25	68,948.63	64,612.42	900,643.39
Obligaciones REVNI				2,000,000.00	1,000,000.00			1,000,000.00	4,000,000.00
Anticipo concesionarios	800,000.00								800,000.00
Obligaciones financieras	160,461.82	164,233.77	168,094.38	172,045.75	176,090.00	178,838.84	184,465.93	188,802.14	1,393,032.63
Total salida de efectivo	1,356,480.39	556,480.39	556,480.39	2,559,785.95	1,512,876.82	502,041.90	503,432.37	1,503,432.37	9,051,010.58
Flujo neto de caja	(759,140.10)	62,280.98	67,373.55	(1,926,344.03)	(897,422.55)	165,472.34	131,207.61	(850,728.07)	(4,007,300.27)
Saldo inicial de caja	\$4,125,404.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
Nuevo saldo	\$3,366,263.90	\$162,280.98	\$167,373.55	(\$1,826,344.03)	(\$797,422.55)	\$265,472.34	\$231,207.61	(\$750,728.07)	
Inversion	3,266,263.90	3,359,574.39	3,458,863.90	1,565,379.07	682,827.63	854,786.82	994,114.91	152,830.93	
Recuperacion de la inversion		3,266,263.90	3,359,574.39	3,458,863.90	1,565,379.07	682,827.63	854,786.82	994,114.91	
Intereses ganado		31,029.51	31,915.96	32,859.21	14,871.10	6,486.86	8,120.47	9,444.09	
Contratacion de prestamo									
Pago de capital									
Pago interes									
Saldo final de caja	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

j) Estado de Situación Inicial proyectado.

TABLA 39
ESTADO DE SITUACION INICIAL PROYECTADO.

	Año 01				TOTAL	Año 02				TOTAL
	Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV		Trimestre I	Trimestre II	Trimestre III	Trimestre IV	
Activos										
<i>Activos Circulantes</i>										
Efectivo y equivalentes de efectivo	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
Instrumentos financieros	7,076,969.51	6,778,278.36	6,440,150.84	6,097,027.99	6,097,027.99	5,705,363.25	5,390,245.65	4,945,297.43	4,559,810.58	4,559,810.58
Inversiones	3,266,263.90	3,359,574.39	3,458,863.90	1,565,379.07	1,565,379.07	682,827.63	854,786.82	994,114.91	152,830.93	152,830.93
Cuentas por cobrar	2,948,909.00	2,858,909.00	2,768,909.00	2,678,909.00	2,678,909.00	2,588,909.00	2,498,909.00	2,408,909.00	2,318,909.00	2,318,909.00
Total activos circulantes	13,392,142.42	13,096,761.75	12,767,923.74	10,441,316.06	10,441,316.06	9,077,099.87	8,843,941.47	8,448,321.33	7,131,550.51	7,131,550.51
<i>No Circulantes</i>										
Propiedad, planta y equipo	173,809.44	164,427.03	155,044.62	145,662.21	145,662.21	146,029.80	136,397.40	126,764.99	117,132.58	117,132.58
Otros activos	13,000.00	12,800.00	12,600.00	12,400.00	12,400.00	12,200.00	12,000.00	11,800.00	11,600.00	11,600.00
Total activos no circulantes	186,809.44	177,227.03	167,644.62	158,062.21	158,062.21	158,229.80	148,397.40	138,564.99	128,732.58	128,732.58
TOTAL DE ACTIVOS	13,578,951.71	13,274,005.18	12,935,600.93	10,599,451.00	10,599,451.00	9,235,368.84	8,992,284.78	8,586,897.46	7,260,297.44	7,260,297.44
Pasivos										
<i>Pasivos Circulantes</i>										
Obligaciones financieros	680,463.90	696,459.44	712,830.99	729,587.38	729,587.38	746,737.66	764,291.09	782,257.14	800,645.52	800,645.52
Emission de Revis	2,000,000.00	3,000,000.00	3,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	-	-
Documentos y cuentas por pagar	6,313,773.11	6,010,153.55	5,699,798.73	5,407,395.67	5,407,395.67	5,039,770.06	4,756,344.28	4,361,332.00	4,036,753.58	4,036,753.58
Obligaciones fiscales	34,353.55	63,757.49	67,372.18	71,456.71	71,456.71	82,926.96	99,397.91	90,848.09	99,289.18	99,289.18
Obligaciones laborales	13,745.10	21,870.10	25,755.10	9,388.43	9,388.43	14,404.54	22,953.22	26,863.14	9,865.11	9,865.11
Total pasivos circulantes	9,042,335.66	9,792,240.58	9,505,756.99	7,217,828.19	7,217,828.19	6,883,839.22	6,642,986.51	6,261,300.37	4,946,553.40	4,946,553.40
<i>Pasivos a largo plazo</i>										
Emission de Revis	2,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	-	-	-	-	-
Obligaciones financieros	2,232,767.28	2,052,537.97	1,868,072.04	1,679,269.90	1,679,269.90	1,486,029.62	1,288,246.88	1,085,814.89	878,624.37	878,624.37
Total pasivo largo plazo	4,232,767.28	3,052,537.97	2,868,072.04	2,679,269.90	2,679,269.90	1,486,029.62	1,288,246.88	1,085,814.89	878,624.37	878,624.37
TOTAL DE PASIVOS	13,275,102.94	12,844,778.54	12,373,829.03	9,897,098.09	9,897,098.09	8,369,868.84	7,931,233.39	7,347,115.26	5,825,177.77	5,825,177.77
Patrimonio										
Capital social pagado	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00	150,800.00
Utilidad (perdida) del ejercicio	67,585.77	193,019.63	325,564.90	466,145.91	466,145.91	163,147.10	358,698.48	537,429.29	732,766.76	732,766.76
Utilidad (perdida) retenida	85,407.00	85,407.00	85,407.00	85,407.00	85,407.00	551,552.91	551,552.91	551,552.91	551,552.91	551,552.91
Total patrimonio	303,792.77	429,226.63	561,771.90	702,352.91	702,352.91	865,500.00	1,061,051.39	1,239,782.19	1,435,119.67	1,435,119.67
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	13,578,951.71	13,274,005.18	12,935,600.93	10,599,451.00	10,599,451.00	9,235,368.84	8,992,284.78	8,586,897.45	7,260,297.44	7,260,297.44

Fuente: Empresa caso práctico

Elaboración: Autora

La empresa va disminuyendo el valor de sus activos conforme transcurren los trimestres debido a que destina fondos para el cumplimiento de sus pasivos los cuales de igual manera van disminuyendo al irse liquidando. Además el patrimonio crece con las utilidades generadas y retenidas ya que mientras esté vigente el Revni no se repartirán dividendos.

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.

4.1 CONCLUSIONES.

- Una vez evaluada la alternativa del Revni como fuente de financiamiento para la empresa del caso práctico, se determina que es una opción rentable y confiable para la Pyme; misma que le permite obtener recursos para su capital de trabajo y adquirir liquidez inmediata que incluso en el caso de la empresa del caso práctico, le ayuda a generar un anticipo a sus concesionarios aliados, asegurando la continuidad del negocio y generando un posicionamiento en el mercado automotriz.
- El Revni es una alternativa que le permite a la empresa acceder a un monto de financiamiento superior al que hubiera conseguido en la banca privada ya que como se demuestra en el caso práctico, esta opción tiene un valor máximo de financiamiento de USD 200.000.00, lo que significa apenas un 5% de los USD 4'000.000.00 alcanzados mediante la emisión de este instrumento financiero.
- El tiempo que toma la instrumentación de las opciones de financiamiento es otro de los factores importantes a la hora de tomar una decisión en la empresa, en el caso de solicitar un crédito en la banca se analizó que el proceso tomaría al menos dos meses, mientras que en el caso del Revni sería de seis semanas, permitiéndole a la empresa contar con los recursos en menos tiempo que la primera alternativa.

- En el caso de la opción del crédito bancario, la Pyme obtendría los recursos con una tasa de interés que actualmente se encuentra en el 11.20%, mientras que mediante el Revni, la empresa del caso práctico, oferta al mercado sus pagarés con una tasa máxima para una de sus series del 9%. Lo cual genera un ahorro en el costo que tendría el financiamiento.
- El Revni es un mecanismo que le permite a la Pyme crear esquemas de pago del interés más el capital que se adapten a su realidad y flujo. En el ejemplo del caso práctico, la empresa paga intereses trimestralmente y el capital al vencimiento del instrumento financiero, lo que le permite cumplir con las obligaciones adquiridas en los tiempo estipulados. Si hubiera optado por el préstamo bancario, las cuotas que pague la empresa siempre serían por un mismo valor y se compondrían por el interés más capital.
- En cuanto a la garantía, en el caso del préstamo bancario se solicita una cobertura del 130% a 145% del valor recibido, que para el caso práctico significaría un bien avaluado en USD 5'800.000.00. En el caso del Revni, es necesario la entrega de una garantía por el valor de la emisión, es decir USD 4'000.000,00. Siendo la segunda opción la mejor, debido a que es un monto menor el que debería entregarse.

4.2 RECOMENDACIONES.

De acuerdo a las conclusiones que se han determinado en la investigación realizada, se recomienda lo siguiente:

- Las pequeñas y medianas empresas del país, deberían tener al Revni como una alternativa que les permita satisfacer sus necesidades de financiamiento, ya que pueden adaptarlo a su realidad y beneficiarse de las ventajas que presenta en cuanto a costos, plazos y tasas frente al financiamiento de la banca.
- Es necesario que las Pymes cuenten con asesoría que les permita actualizar la información financiera y contable de manera inmediata, para que pueda facilitar la toma de decisiones y aprovechar las oportunidades que el mercado de valores les ofrece.
- Considerando que el Revni es un mecanismo que no requiere de calificación de riesgo podría generar desconfianza en los inversionistas, por lo que se recomienda implementar como parte del proceso de emisión el envío de una firma auditora que valide la información entregada por la empresa así como la viabilidad de la anotación, permitiendo que el público interesado acceda a este informe y tome decisiones en base a éste, considerando siempre el factor del riesgo que es inherente a toda inversión.

BIBLIOGRAFIA

Libros

1. AVILES P, **Superintendencia de Compañías**, Ecuador, Área de Información Estadística.
2. BOLSA DE VALORES QUITO. (2006). *Guía del Inversionista Bursátil*. Quito-Ecuador. 3ra edición.
3. BENEDETTI C., (1976) “*La acumulación en los países capitalistas sub-desarrollados.*” España, Ediciones F.C.E.
4. CASILDA PONCE Pedro. (1991). *Los productos financieros para las PYME*. Madrid.
5. CLAVER E (2000). “*Estrategias de internacionalización de la empresa*”. Alicante. Editorial Club Universitario.
6. FERRERO C (2011). “*Eliminando Barreras: El financiamiento a las Pymes de América Latina.*” Chile.
7. SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, *Ley de mercado de valores*.

Revistas

8. MALDONADO F., (2011). “*Las PYMES y su situación actual*”. *Revista Ekos*. Edición especial 2011.
9. MORILLO M., (2010). “*El éxito de las PYMES está en el emprendimiento.*” *Revista Ekos*.

Internet

10. ARAQUE Wilson. (2012). [<http://www.uasb.edu.ec>], **Las PYME y su situación actual**.
11. CALVO A. (2013). [http://es.wikipedia.org/wiki/Mercado_financiero], **Mercado Financiero**
12. BANCO DENTRAL DEL ECUADOR. [www.bce.fin.ec], **Tasa de inflación anual**.
13. BOLSA DE VALORES QUITO. [www.bolsadequito.com]
14. REVISTA JUDICIAL [www.derechoecuador.com], **Registro Oficial**.
15. SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y COMPANIAS DEL ECUADOR, [www.superban.gov.ec]

Disertaciones

16. EGAS CHAVEZ Ana Karina. (2013). *Factores que inciden para que las Pymes dedicadas a la elaboración de productos alimenticios ubicados en el Distrito Metropolitano de Quito no coticen en el mercado de valores*. Sangolquí.
17. JACOME VIVAS Ana Cecilia. (2009). *Análisis de las principales fuentes de financiamiento de las PYMES en el año 2008 y las condiciones de acceso al financiamiento que provee el sector financiero público y privado*. Quito.
18. MARCO DINI. y otros. (2011) *Políticas para la innovación en las pequeñas y medianas empresas en América Latina*. Santiago de Chile.

Publicaciones

19. BOLETINES MENSUALES DE LA BOLSA DE VALORES-QUITO. *Resultados de emisión REVNIS.*
20. BOLETINES FINANCIEROS Y ANALISIS ESTADISTICOS DE LA SUPERINTENCIA DE BANCOS Y SEGUROS DEL ECUADOR.
21. BOLETINES MENSUALES DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS. *Tendencias del mercado de valores.*

GLOSARIO

Bolsa de valores.- entidad autorizada y controlada por la Superintendencia de compañías que tiene por objeto brindar a las casas de valores miembros e instituciones del sector público autorizadas, el lugar de reunión, servicios y mecanismos requeridos para negociar los valores inscritos en ella, en condiciones de equidad, transparencia y precio justo.

Capital de trabajo.- es el excedente de los activos de corto plazo sobre los pasivos de corto plazo, es una medida de la capacidad que tiene una empresa para continuar con el normal desarrollo de sus actividades en el corto plazo.

Casa de valores.- persona jurídica autorizada para ejercer la intermediación en el mercado de valores.

Comisión.- es el valor que cobran las casas de valores a sus clientes por los servicios de intermediación brindados; o el valor que cobran las bolsas de valores a las casas de valores por el uso de sus instalaciones y servicios transaccionales.

Cotización.- es el precio alcanzado por los valores negociados en la bolsa.

Cupón.- parte desprendible de un valor que reconoce el pago de intereses y/o de capital en los títulos de renta fija.

Índices financieros.- Un indicador financiero es una relación de las cifras extractadas de los estados financieros y demás informes de la empresa con el propósito de formarse una idea como acerca del comportamiento de la empresa; se entienden como la expresión cuantitativa del comportamiento o el desempeño de toda una organización o una de sus partes, cuya magnitud al ser comparada con algún nivel de referencia, puede estar señalando una desviación sobre la cual se tomaran acciones correctivas o preventivas según el caso.

Instrumento Financiero.- cualquier documento que representa una deuda o un título de crédito. Representan una obligación o derecho legal sobre algún beneficio futuro.

Fecha valor.- fecha en la que se realiza tanto el pago como la entrega de los valores objeto de una transacción.

Fideicomiso.- acto por el cual una persona natural o jurídica confía en su patrimonio, o parte de él, a otra persona para que los administre y los transmita a terceros.

Fiducia.- se denomina fiducia mercantil al negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario.

Futuro.- acuerdo que obliga a las partes a comprar o vender un cierto número de bienes o valores en una fecha futura, a un precio establecido de antemano.

Índices de rendimiento.- es la medida estadística de los resultados obtenidos en la inversión de valores.

Liquidez.- naturaleza de ciertos valores de las empresas o de las entidades financieras según las cual son transformables en dinero efectivo de forma inmediata.

Mercado de valores.- es el segmento del mercado financiero que canaliza el ahorro de mediano y largo plazo, en forma directa, hacia el financiamiento de las actividades productivas, mediante la emisión y negociación de valores.

Mercado primario.- es cualquier mercado financiero en el que el objeto de negociación son activos financieros en el mismo momento de su primera emisión y colocación.

Mercado secundario.- es el conjunto de negociaciones de un valor que se dan con posterioridad a la primera colocación.

Negociable.- es la capacidad que tiene un valor para ser vendido libremente en el mercado, con la aceptación general de los inversionistas.

Pagarés.- constituye una promesa incondicional de pago representada en un título mediante el cual una persona, firmante, se obliga incondicionalmente a pagar una cantidad determinada, en un tiempo determinado a la orden de la otra persona que es el beneficiario.

Plazo.- es el tiempo comprendido entre la fecha de emisión de un valor y su fecha de vencimiento.

Precio.- el valor monetario que se le da a un título, se en posturas de compra o venta, o al momento de la negociación.

PYMES.- Pequeñas y medianas empresas. A las PYMES se las puede clasificar por el número de empleados, los ingresos que percibe y la inversión en equipos y maquinaria. Sin embargo cada país adopta el concepto de acuerdo a la realidad que se presenta. En el Ecuador, la Superintendencia de Compañías, emitió una resolución el 12 de Enero del 2011 en la cual establece que se considera PYMES a las compañías que con base a los estados financieros del ejercicio económico anterior tengan:

Activos totales menores a los USD 4.000.000

Registren un valor bruto en ventas de USD 5.000.000

Tengan menos de 200 empleados

Rendimiento.- en el mercado financiero, es la suma de los ingresos por intereses o dividendos obtenidos de la posesión del valor, más la apreciación o depreciación del mismo.

Renta fija.- es el rendimiento de un valor, fundamentalmente obligaciones, cuya remuneración esta predeterminada en el momento de la emisión, normalmente en forma de interés.

Renta variable.- se denomina así al conjunto de los activos financieros que no tienen un vencimiento fijado y cuyo rendimiento, en forma de dividendos, variara según el desempeño de la empresa emisora.

REVNI.- (Registro de valores no inscritos) es un mecanismo establecido y autorregulado por las Bolsas de Valores por el cual las empresas que no se encuentran inscritas en el registro de mercado de valores ni en Bolsa, pueden anotar valores en un registro especial con la finalidad de cotizar sus valores de manera ocasional o periódica.

Tasa efectiva.- es la tasa nominal, mas todos los recargos de la operación.

Tasa nominal.- es aquella que corresponde al interés contratado o estipulado y que consta en el documento de que se trate.

Valor.- es el documento expresivo de la tenencia de un derecho sobre una sociedad o sobre un deudor.

Valor nominal por acción.- es la cantidad que lleva impresa una acción, representa el valor que se asignó cuando se creó el título.

Valor presente.- también llamado como valor actual neto, es un procedimiento que permite calcular el valor presente de un determinado número de flujos de caja futuros, originados por una inversión.

ANEXOS

ANEXO 1

Que en virtud de lo prescrito en el artículo 34 de la Ley de Mercado de Valores se autorizó y se emitieron las normas aplicables para la implementación de mecanismos especiales de negociación de valores no inscritos en bolsa y/o el Registro del Mercado de Valores, constantes en la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, Resolución No. CNV-008-2006, publicada en la Edición especial No. 1 del Registro Oficial No. 367 de 8 de marzo de 2007;

Que la naturaleza de la negociación de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, a través de la Rueda Especial de Subasta, es crear un mercado previo o de aclimatación a las empresas pequeñas o medianas, que estimule la posterior inscripción de sus valores en el Registro de Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores, formalizando y haciendo permanente su participación en el mercado bursátil;

Que es necesario delimitar la negociación de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, a través de la Rueda Especial de Subasta, para que las empresas pequeñas o medianas accedan al mercado de valores como una alternativa de financiamiento; así como brindar al público otras opciones de inversión en el mercado, velando por su acceso a información suficiente sobre la situación financiera del emisor;

Que el Código Orgánico de la Producción Comercio y Competitividad define a las Micro, Pequeña y Mediana empresa como toda persona natural o jurídica que, como una unidad productiva, ejerce una actividad de producción, comercio y/o servicios, y que cumple con el número de trabajadores y valor bruto de las ventas anuales, señalados para cada categoría, de conformidad con los rangos que se establecerán en el reglamento de este Código. Por su parte, el Reglamento a la estructura de desarrollo productivo de inversión, en su artículo 106 clasifica a las MYPIMES de la siguiente manera: "a.- Micro empresa: Es aquella unidad productiva que tiene entre 1 a 9 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales iguales o menores de cien mil (US \$ 100.000,00) dólares de los Estados Unidos de América; b.- Pequeña empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 10 a 49 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre cien mil uno (US \$ 100.001,00) y un millón (US \$ 1.000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América; y, c.- Mediana empresa: Es aquella unidad de producción que tiene de 50 a 199 trabajadores y un valor de ventas o ingresos brutos anuales entre un millón uno (US\$ 1.000.001,00) y cinco millones (US\$ 5.000.000,00) de dólares de los Estados Unidos de América".

Que es esencial proveer al mercado de un mecanismo transparente, eficiente y competitivo para la negociación ocasional o periódica de valores no inscritos, que contenga información suficiente y garantías adecuadas para los inversionistas; y,

En uso de las facultades legales.

Resuelve:

Artículo Primero.- REFORMAR la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores en los siguientes términos:

- A continuación del Art. 56 que trata del Registro especial de valores de renta fija no inscritos, de la Sección III.v Rueda Especial de Subasta de Valores Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, de la Sección III Sistemas de Negociación, del Capítulo I Bolsas de Valores, del Subtítulo IV Participantes que prestan servicios en el Mercado de Valores, del Título II Participantes del Mercado de Valores de la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, incorporar los siguientes artículos innumerados:

"Art...-Del emisor.- Podrá negociar sus valores a través de la Rueda Especial de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores los emisores que no se encuentren inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en especial las pequeñas y medianas empresas; las entidades del sector público y las empresas públicas o mixtas.

Art...- Monto máximo de anotación en el REVNI de valores de renta fija.- El monto máximo para la negociación de valores de renta fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, no podrá ser mayor a tres millones de dólares (USD \$3'000.000,00), ni exceder del ochenta por ciento del total de activos libres de todo gravamen del emisor. Para este efecto no se considerarán los activos diferidos, los que se encuentren en litigio; así como los derechos fiduciarios de fideicomisos en garantía.

Art...- Plazo de los valores a negociarse de renta fija.- El plazo de vencimiento de los valores que se pueden negociar a través de la Rueda Especial de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, no podrá exceder a 36 meses.

Art...- Información que debe remitir el emisor para la anotación en el Registro Especial para Valores no inscritos (REVNI) y su mantenimiento.- El emisor de valores de renta fija para anotar los valores en el Registro Especial de Subasta de Valores de Renta Fija no inscritos en Bolsa y/o en el Registro del Mercado de Valores, deberá remitir a las bolsas de valores al momento de su inscripción y para su difusión al mercado con periodicidad semestral, además de la información establecida por las bolsas de valores a través de la autorregulación y esta Codificación, al menos los siguientes índices financieros:

1. Liquidez= $\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$
2. Prueba ácida= $\frac{\text{Activo Corriente}- \text{Inventario}}{\text{Pasivo Corriente}}$
3. Endeudamiento= $\frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Total Activo}}$
4. Rotación de Inventarios= $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Inventarios promedio}}$
5. Rotación de Cuentas por Cobrar= $\frac{\text{Ventas netas a crédito}}{\text{Cuentas por cobrar}}$

ANEXO 2

	HISTORICO		ANALISIS VERTICAL		ANALISIS HORIZONTAL	
SITUACION INICIAL (en USD)						
	Año I	Año II	Año I	Año II	Variacion absoluta	Variacion relativa
Efectivo y Equivalentes	\$327,856.00	\$125,404.00	20.70%	1.23%	(\$202,452.00)	-61.75%
Instrumentos financieros	\$1,031,377.00	\$7,645,213.00	65.12%	74.91%	\$6,613,836.00	641.26%
Cuentas por cobrar	\$99,480.00	\$2,238,909.00	6.28%	21.94%	\$2,139,429.00	2150.61%
Total Activo Circulante	\$1,458,713.00	\$10,009,526.00	92%	98%	\$8,550,813.00	586.19%
Propiedad y equipo	\$112,907.00	\$183,190.00	7.13%	1.79%	\$70,283.00	62.25%
Total Activos no circulantes	\$112,907.00	\$183,190.00	7.13%	1.79%	\$70,283.00	62.25%
Total otros activos	\$12,117.00	\$13,200.00	0.77%	0.13%	\$1,083.00	8.94%
TOTAL ACTIVOS	\$1,583,737.00	\$10,205,916.00	100%	100%	\$8,622,179.00	544.42%
Obligaciones financieras corto plazo	\$825,000.00	\$3,073,693.00	55.29%	30.83%	\$2,248,693.00	272.57%
Documentos y cuentas por pagar	\$642,359.00	\$6,723,835.00	43.05%	67.44%	\$6,081,476.00	946.74%
Obligaciones fiscales	\$14,389.00	\$85,888.00	0.96%	0.86%	\$71,499.00	496.90%
Pasivos acumulados	\$10,374.00	\$86,292.00	0.70%	0.87%	\$75,918.00	731.81%
TOTAL PASIVO	\$1,492,122.00	\$9,969,708.00	100%	100%	\$8,477,586.00	568.16%
Capital suscrito	\$150,800.00	\$150,800.00	164.60%	63.84%	\$0.00	0.00%
Resultado acumulado	(\$59,186.00)	\$85,407.00	-64.60%	36.16%	\$144,593.00	-244.30%
TOTAL PATRIMONIO	\$91,614.00	\$236,207.00	100%	100%	\$144,593.00	157.83%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$1,583,736.00	\$10,205,915.00	100%	100%	\$8,622,179.00	544.42%

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico

ANEXO 3

Estado de pérdidas y ganancias (en USD)	HISTORICO		ANALISIS VERTICAL		ANALISIS HORIZONTAL	
<i>Ingresos operativos</i>	Año I	Año II	Año I	Año II	Variacion absoluta	Variacion relativa
Intereses ganados	\$6,738.00	\$733,060.00	3.69%	34.89%	\$726,322.00	10779.49%
Ingresos por venta de cartera	\$65,118.00	\$683,071.00	35.62%	32.51%	\$617,953.00	948.97%
Otros ingresos	\$110,981.00	\$685,209.00	60.70%	32.61%	\$574,228.00	517.41%
TOTAL INGRESOS OPERATIVOS	\$182,837.00	\$2,101,340.00	100.00%	100.00%	\$1,918,503.00	1049.30%
<i>Costos y gastos de operacion</i>						
Gastos de venta y administrativos	\$242,024.00	\$1,870,646.00	132.37%	89.02%	\$1,628,622.00	672.92%
<i>Utilidad/perdida del ejercicio</i>	(\$59,187.00)	\$230,694.00	-32.37%	10.98%	\$289,881.00	489.77%
Participacion de trabajadores	\$0.00	\$34,604.10	0.00%	1.65%	\$34,604.10	0.00%
Impuesto a la renta	\$0.00	\$51,497.00	0.00%	2.45%	\$51,497.00	0.00%
<i>Utilidad liquida del ejercicio</i>	(\$59,187.00)	\$144,592.90	-32.37%	6.88%	\$203,779.90	344.30%

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico

ANEXO 4

Estado de flujo de efectivo	
Flujos de efectivo para las actividades de operación:	Año II
Utilidad neta	\$144,592.90
Ajustes:	
Depreciación de activos fijos	\$34,279.00
Participación de trabajadores	\$34,604.10
Impuesto a la renta	\$51,497.00
Cambios netos en activos y pasivos:	
Instrumentos financieros	(\$6,613,836.00)
Cuentas por cobrar	(\$2,139,429.00)
Otros activos	(\$1,083.00)
Documentos y cuentas por pagar	\$6,084,739.00
Obligaciones fiscales	\$20,001.00
Pasivos acumulados	\$41,314.00
Efectivo neto(utilizado) para act. operación	(\$2,343,321.00)
Flujos de efectivo para las actividades de inversión:	
Adiciones de propiedad, planta y equipo	(\$107,825.00)
Efectivo neto(utilizado) para act. Inversión	(\$107,825.00)
Flujos de efectivo para las actividades de financiamiento:	
Aportes de capital	\$0.00
Prestamos bancarios	\$2,248,693.00
Efectivo neto(utilizado) para act. Financiam.	\$2,248,693.00
Disminución/aumento neto del efectivo y equivalentes	(\$202,453.00)
Efectivo y equivalentes al inicio del año	\$327,856.00
Efectivo equivalente al final de año.	\$125,403.00

Fuente y elaboración: Empresa-caso práctico